

TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL: CONTAS EXTERNAS EXPLICAM BOA PARTE DO DESALINHAMENTO CAMBIAL.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.

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 (PI), 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.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.

DESALINHAMENTO CAMBIAL NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2014 VOLTA A AUMENTAR:

Na tabela 1 apresenta-se um resumo dos resultados obtidos pelos diversos modelos de desalinhamento cambial para o período recente. Apresenta-se 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.

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

As estimativas de desalinhamento cambial sugerem, em todos os modelos, que a moeda brasileira permaneceu sobrevalorizada de 2010 até 2013 na média anual. O desalinhamento médio é estimado para o primeiro semestre de 2014 em 15% na média das diversas metodologias. A menor estimativa é de 4,7% e a maior é de 26,8%. As diferenças surgem por conta de diferentes conjuntos de variáveis utilizadas. A diferença de resultados entre as metodologias pode ser explicada pela inclusão ou não das variáveis termos de troca e saldo de bens e serviços não fatores como proporção do PIB. Nos modelos em que a variável termos de troca está presente, a estimativa de desalinhamento tende a ser menor. Já nos modelos em que esta variável não está presente, a estimativa tende a ser maior, sugerindo que os ganhos de termos de troca verificados ao longo dos anos 2000 explicam parte da apreciação do câmbio brasileiro no período. Já quando a variável associada aos fluxos das contas externas - saldo de bens e serviços (não associados aos fatores de produção) é incluída, a estimativa de desalinhamento cambial obtida é maior, sugerindo que boa parte da sobrevalorização atual pode ser atribuída à situação de deterioração das contas externas verificada de forma quase contínua desde a crise de 2008.

O resultado obtido para o primeiro semestre de 2014 em termos de desalinhamento é muito similar ao que prevaleceu em 2013. Apesar de uma redução do desalinhamento cambial médio no segundo semestre de 2013, este voltou a subir ao longo do primeiro semestre de 2014. (Tabela 1)

Tabela 1: Nível de Desalinhamento cambial:

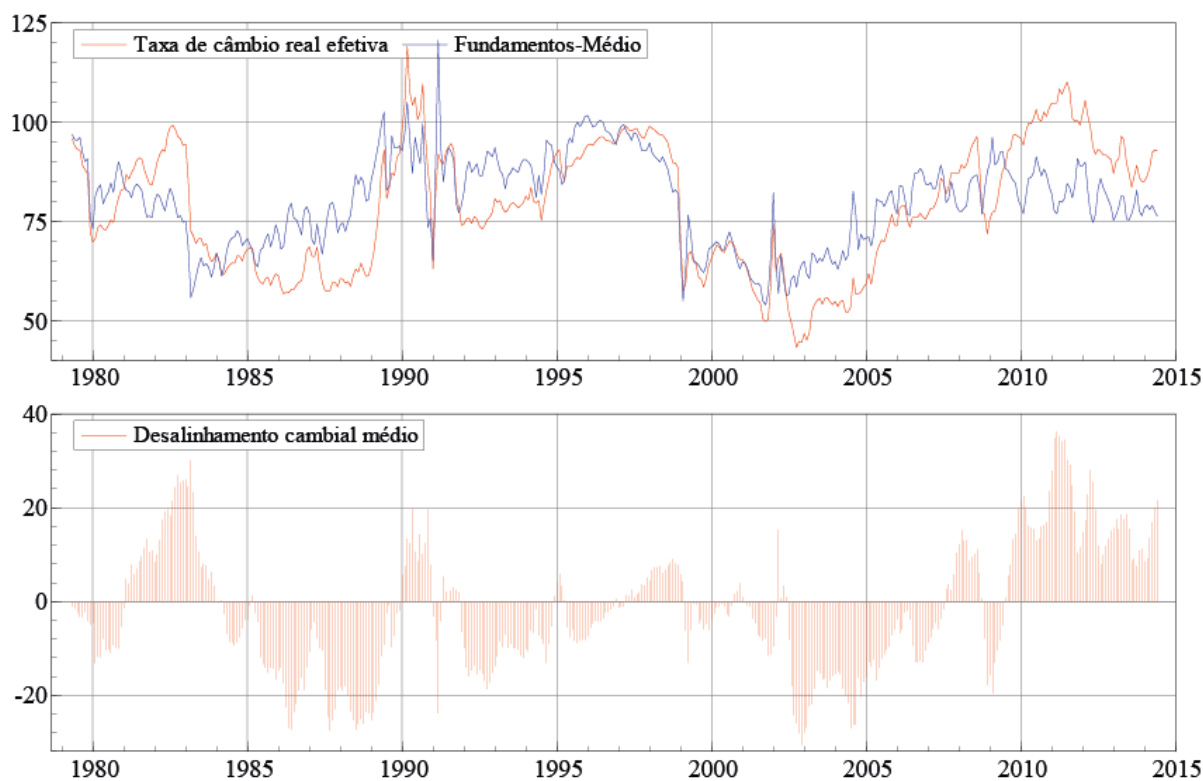
| Dado - Ano | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Índice | | | | | | | | | |
| Taxa de câmbio real efetiva | 67.89 | 57.16 | 55.80 | 52.55 | 55.51 | 68.07 | 76.34 | 82.69 | 87.19 | 87.43 |
| Fundamentos-PII | 68.39 | 62.99 | 63.81 | 62.73 | 66.54 | 70.38 | 77.23 | 77.01 | 79.68 | 86.95 |
| Fundamentos-PII, BS | 73.54 | 68.08 | 69.60 | 69.54 | 73.88 | 78.08 | 85.11 | 84.96 | 88.35 | 96.56 |
| Fundamentos-PII, BS, TOT | 72.19 | 67.70 | 63.98 | 57.98 | 61.20 | 64.77 | 74.80 | 76.29 | 80.70 | 78.71 |
| Fundamentos-TB,PII,BS,TOT | 59.92 | 50.96 | 59.12 | 65.64 | 76.37 | 89.36 | 99.11 | 92.61 | 89.04 | 84.00 |
| Fundamentos - Médio | 68.49 | 60.24 | 62.55 | 65.11 | 69.60 | 77.19 | 83.15 | 83.70 | 82.24 | 88.64 |
| | % 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 |
| Desalinhamento-PII, BS | -8.5 | -13.5 | -17.0 | -26.7 | -25.4 | -16.7 | -10.3 | -4.8 | 2.1 | -11.9 |
| Desalinhamento-PII, BS, TOT | -6.8 | -13.0 | -10.3 | -12.2 | -10.1 | 0.4 | 2.1 | 6.0 | 11.3 | 6.7 |
| Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT | 13.7 | 12.0 | -5.6 | -19.6 | -27.1 | -23.7 | -22.7 | -10.6 | -1.8 | 4.0 |
| Desalinhamento - Médio | -0.8 | -5.2 | -10.6 | -19.3 | -20.0 | -11.9 | -8.0 | -1.1 | 6.2 | -0.9 |
| Menor Estimativa | -8.5 | -13.5 | -17.0 | -26.7 | -27.1 | -23.7 | -22.7 | -10.6 | -1.8 | -11.9 |
| Maior Estimativa | 13.7 | 12.0 | -5.6 | -12.2 | -10.1 | 0.4 | 2.1 | 6.0 | 13.2 | 6.7 |
| Apreciação-Depreciação | | | | | | | | | | |

| Dado - Ano | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014-1S | jan-14 | fev-14 | mar-14 | abr-14 | mai-14 | jun-14 |
|------------------------------|----------------------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Índice | | | | | | | | | | |
| Taxa de câmbio real efetiva | 100.00 | 104.80 | 95.42 | 88.92 | 89.73 | 85.19 | 86.39 | 88.58 | 92.38 | 93.03 | 92.80 |
| Fundamentos-PII | 77.61 | 69.93 | 73.63 | 73.29 | 72.68 | 74.98 | 76.28 | 74.01 | 71.65 | 69.22 | 69.93 |
| Fundamentos-PII, BS | 85.75 | 77.30 | 81.45 | 81.30 | 80.86 | 83.41 | 84.87 | 82.30 | 79.69 | 77.06 | 77.83 |
| Fundamentos-PII, BS, TOT | 85.17 | 90.65 | 90.71 | 86.37 | 83.57 | 85.45 | 86.29 | 86.93 | 82.76 | 79.92 | 80.06 |
| Fundamentos-TB,PII,BS,TOT | 90.68 | 100.49 | 88.22 | 75.25 | 70.99 | 73.73 | 68.26 | 64.34 | 68.78 | 73.60 | 77.26 |
| Fundamentos - Médio | 85.16 | 82.53 | 82.02 | 78.11 | 78.07 | 78.44 | 79.12 | 77.99 | 79.01 | 77.50 | 76.33 |
| | % sobre o equilíbrio | | | | | | | | | | |
| Desalinhamento-PII | 27.7 | 51.3 | 31.8 | 22.7 | 20.3 | 14.85 | 11.45 | 15.11 | 20.57 | 27.97 | 32.11 |
| Desalinhamento-PII, BS | 15.6 | 36.9 | 19.2 | 10.6 | 8.2 | 3.25 | 0.18 | 3.51 | 8.41 | 14.95 | 18.70 |
| Desalinhamento-PII, BS, TOT | 16.4 | 16.6 | 6.9 | 4.0 | 4.7 | 0.79 | -1.48 | -2.01 | 4.38 | 10.83 | 15.39 |
| Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT | 10.5 | 4.7 | 8.2 | 18.3 | 26.8 | 15.55 | 26.57 | 37.68 | 34.32 | 26.39 | 20.12 |
| Desalinhamento - Médio | 17.6 | 27.4 | 16.5 | 13.9 | 15.0 | 8.61 | 9.18 | 13.57 | 16.92 | 20.04 | 21.58 |
| Menor Estimativa | 10.5 | 4.7 | 6.9 | 4.0 | 4.7 | 0.8 | -1.5 | -2.0 | 4.4 | 10.8 | 15.4 |
| Maior Estimativa | 27.7 | 51.3 | 31.8 | 22.7 | 26.8 | 15.5 | 26.6 | 37.7 | 34.3 | 28.0 | 32.1 |
| Apreciação-Depreciação | | | | | | | | | | | |

1S - Dado do primeiro semestre

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:

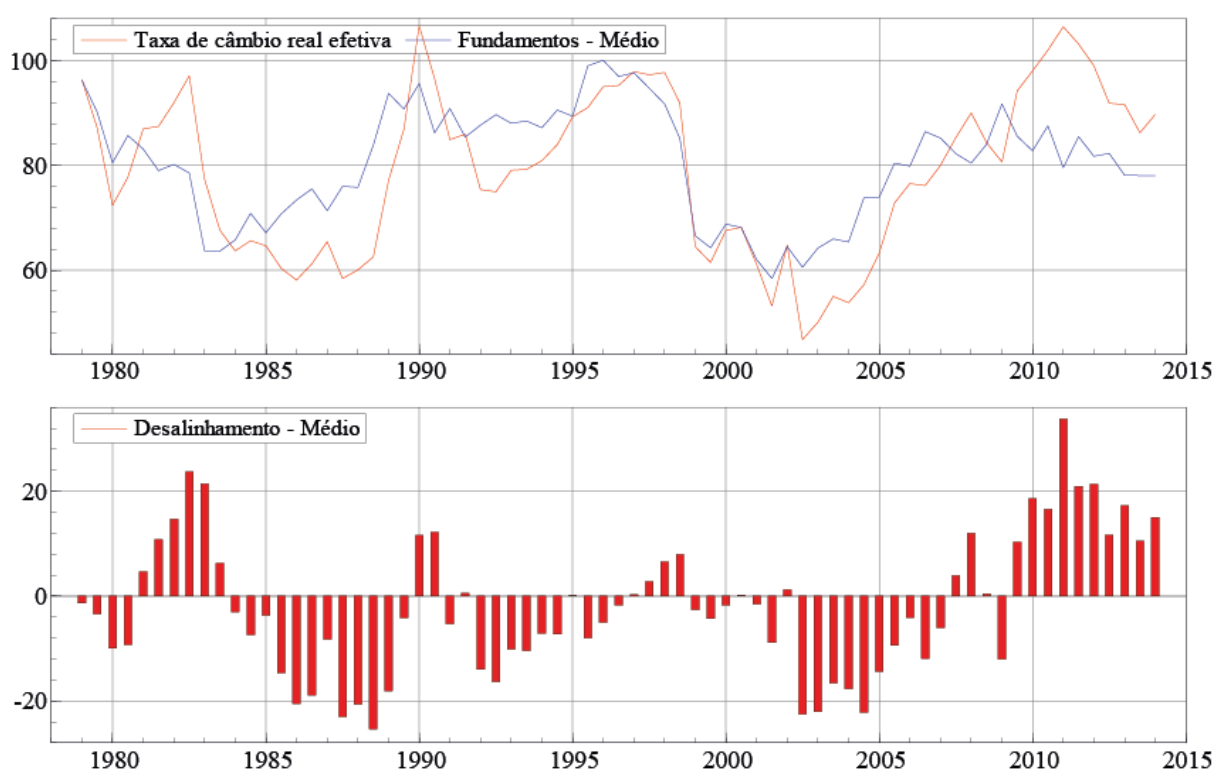
Como pode ser observado na Figura 2, a taxa de câmbio real brasileira vinha se depreciando desde 2011. Os resultados do primeiro semestre de 2014 sugerem uma interrupção de tendência. Há uma piora gradual dos fundamentos desde 2011. Em termos de média anual, os valores dos fundamentos médios estão no pior nível desde 2005.

Há algumas 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 - vem caindo nos últimos anos. Este fato, tudo mais constante, provoca uma piora do saldo comercial brasileiro e logo do resultado em transações correntes.

Carta CEMAP

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 e as demais contas de serviços do balanço de pagamentos que incluem royalties, juros, remunerações entre outros itens é negativa. Desta forma, a única forma do Brasil reverter o resultado de transações correntes negativo é apresentando melhorias na conta de bens e serviços não fatores.

Figura 2: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual



Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

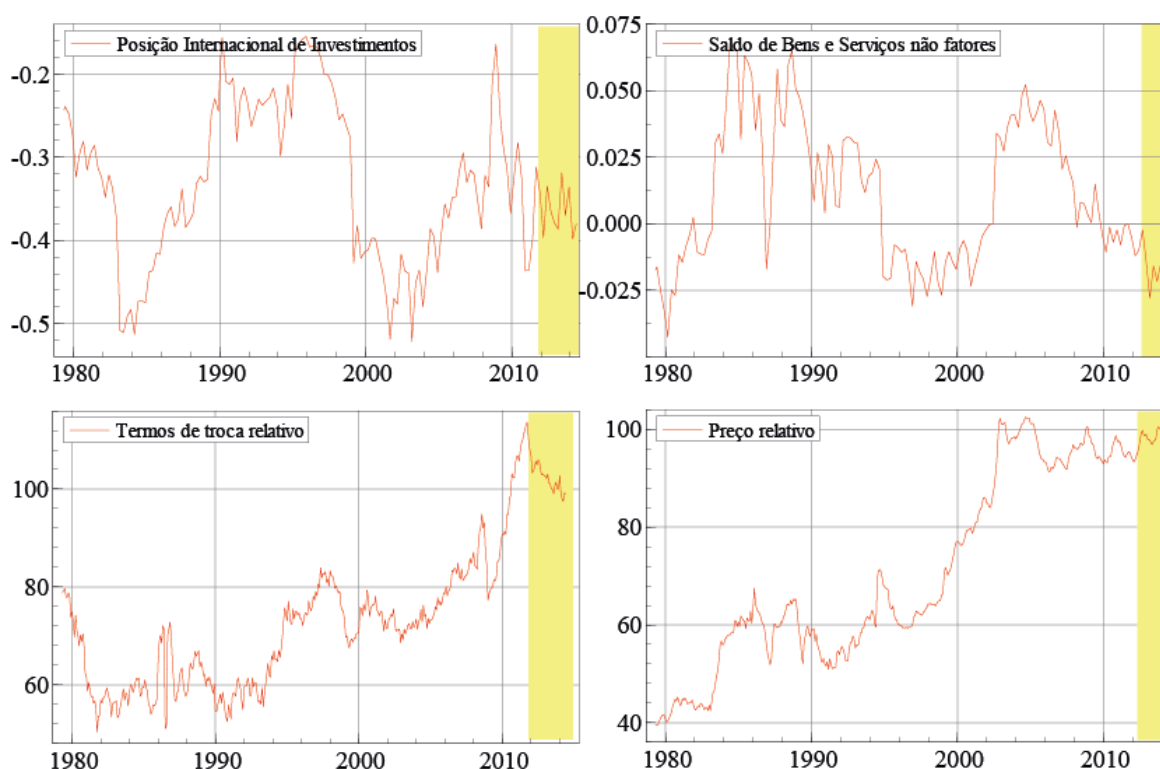
O QUE ESPERAR PARA O SEGUNDO SEMESTRE DE 2014:

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. Desta forma, é mais provável que os fundamentos que norteiam a taxa de câmbio continuem a piorar.

Carta CEMAP

Não está clara qual a direção que a taxa de câmbio real efetiva pode tomar ao longo do segundo semestre. A autoridade monetária tem utilizado mecanismos indiretos para influenciar a taxa de câmbio nominal no Brasil, evitando que uma maior depreciação ocorra. Caso isto não estivesse ocorrendo, a taxa de câmbio real estaria, muito provavelmente, se movimentando na direção do equilíbrio. A atual política da autoridade monetária no que tange o mercado de câmbio parece estar dando maior peso a contenção das pressões de aumento da taxa de inflação ao consumidor. Ao agir na direção de evitar uma pressão pela depreciação da moeda brasileira, um ajuste mais forte das contas externas é postergado.

Figura 3: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual



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

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