

MOEDA BRASILEIRA PERMANECEU SOBREVALORIZADA EM 2014 E FUNDAMENTOS CONTINUAM A SE DETERIORAR.¹

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 final do ano de 2014. A evolução dos fundamentos e da taxa de câmbio real pode ser vistos nas Figuras 1 e 2 desta Carta. A moeda brasileira continua apresentando uma valorização acima do nível de fundamentos por todas as metodologias utilizadas. O desalinhamento médio prevalecente no ano de 2014 foi de 19,3 pontos percentuais, enquanto que em 2013 era de 13,4 pontos percentuais representando um aumento de 5,9 pontos percentuais. O aumento do desalinhamento foi essencialmente fruto de uma piora dos fundamentos que regem a taxa de câmbio real brasileira. Os fundamentos da taxa de câmbio vêm piorando desde 2011. Já a taxa de câmbio real efetiva média permaneceu praticamente constante em 2014.

Três razões explicam a piora dos fundamentos brasileiros: i) piora no resultado da balança de comercial e de serviços; ii) queda dos termos de troca e; iii) piora na posição internacional de investimentos.

A evolução destas variáveis será muito importante para definir a trajetória da taxa de câmbio ao longo dos próximos anos. Não é provável observar melhoras significativas dos fundamentos da economia brasileira já em 2015.

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. Este processo está em curso com a correção da taxa de câmbio que ocorre no início de 2015. Além disto, uma reversão do cenário externo favorável à economia brasileira nos últimos anos, com uma redução dos termos de troca aos níveis prevalecentes na primeira década dos anos 2000, pode retardar os efeitos benéficos para as contas externas de um estímulo cambial e também a melhoria dos fundamentos que regem a taxa de câmbio.

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.

Carta CEMAP

TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL EM 2014: SOBREVALORIZAÇÃO E PIORA DOS FUNDAMENTOS.

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 é de 19,3 pontos percentuais na média das diversas metodologias. A menor estimativa é de 7,6 pontos percentuais e a maior é de 32,5 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 esquerda da Figura 3. Desde então os termos de troca da economia brasileira estão se deteriorando, mas ainda estão acima do patamar verificado na primeira década dos anos 2000. A queda de termos de troca deve reforçar tudo mais constante a piora do balanço externo de bens e serviços brasileiro e logo levar a uma piora dos fundamentos.

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 está se depreciando no início 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.

Carta CEMAP

Dado - Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	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	95,42	88,92	89,45
Fundamentos-PII	68,68	63,29	64,11	63,03	66,83	70,66	77,49	77,27	79,93	87,17	77,87	70,21	73,90	73,54	71,42
Fundamentos-PII, BS	72,56	67,13	68,56	68,38	72,63	76,75	83,72	83,55	86,83	94,87	84,33	76,04	80,10	79,92	77,64
Fundamentos-PII, BS, TOT	71,84	67,37	63,18	56,77	60,03	63,75	74,41	76,16	81,03	78,47	86,60	93,69	93,40	88,04	83,26
Fundamentos-TB,PII,BS,TOT	57,77	49,03	58,14	66,00	77,28	90,77	99,78	92,65	87,70	83,31	88,94	98,22	85,74	72,05	67,69
Fundamentos - Médio	67,71	61,70	63,50	63,55	69,19	75,48	83,85	82,41	83,87	85,95	84,44	84,54	83,29	78,39	75,00
	% sobre o equilíbrio														
Desalinhamento-PII	-2,0	-6,9	-10,0	-19,2	-17,6	-8,0	-1,5	4,7	12,8	-2,6	27,3	50,7	31,3	22,3	25,5
Desalinhamento-PII, BS	-7,3	-12,2	-15,8	-25,5	-24,2	-15,3	-8,8	-3,2	3,9	-10,4	17,6	39,1	21,2	12,5	15,4
Desalinhamento-PII, BS, TOT	-6,3	-12,5	-9,2	-10,4	-8,3	2,0	2,7	6,1	10,9	7,0	14,5	12,9	3,8	2,0	7,6
Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT	17,9	16,4	-3,9	-20,0	-27,9	-24,9	-23,3	-10,6	-0,3	5,0	12,6	7,1	11,4	23,5	32,5
Desalinhamento - Médio	0,3	-7,4	-12,1	-17,3	-19,8	-9,8	-9,0	0,3	4,0	1,7	18,4	24,0	14,6	13,4	19,3
Menor Estimativa	-7,3	-12,5	-15,8	-25,5	-27,9	-24,9	-23,3	-10,6	-0,3	-10,4	12,6	7,1	3,8	2,0	7,6
Maior Estimativa	17,9	16,4	-3,9	-10,4	-8,3	2,0	2,7	6,1	12,8	7,0	27,3	50,7	31,3	23,5	32,5
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
	Índice											
Taxa de câmbio real efetiva	85,19	86,39	88,58	92,38	93,03	92,79	93,22	92,22	90,96	87,88	85,90	84,81
Fundamentos-PII	74,44	75,33	73,47	71,52	69,50	69,40	69,31	69,22	69,97	70,73	71,51	72,64
Fundamentos-PII, BS	81,10	82,08	79,98	77,87	75,72	75,57	75,34	75,10	75,87	76,71	77,53	78,84
Fundamentos-PII, BS, TOT	85,63	86,20	87,19	83,06	80,33	79,86	82,19	82,63	82,37	83,03	83,78	82,85
Fundamentos-TB,PII,BS,TOT	69,47	64,29	60,48	65,17	70,26	74,19	73,22	72,10	70,92	67,17	64,07	60,99
Fundamentos - Médio	77,66	76,98	75,28	74,41	73,95	74,75	75,01	74,76	74,78	74,41	74,22	73,83
	% sobre o equilíbrio											
Desalinhamento-PII	15,7	12,9	16,0	20,8	27,4	33,1	34,2	34,1	33,2	30,4	27,2	21,0
Desalinhamento-PII, BS	6,2	3,6	6,5	10,9	17,0	22,2	23,5	23,5	22,9	20,2	17,3	11,5
Desalinhamento-PII, BS, TOT	0,6	-1,4	-2,3	4,0	10,3	15,7	13,2	12,3	13,2	11,1	8,6	6,1
Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT	22,6	34,4	46,5	41,7	32,4	25,1	27,3	27,9	28,3	30,8	34,1	39,1
Desalinhamento - Médio	9,7	12,2	17,7	24,2	25,8	24,1	24,3	23,3	21,6	18,1	15,7	14,9
Menor Estimativa	0,6	-1,4	-2,3	4,0	10,3	15,7	13,2	12,3	13,2	11,1	8,6	6,1
Maior Estimativa	22,6	34,4	46,5	41,7	32,4	25,1	27,3	27,9	28,3	30,8	34,1	39,1
Apreciação-Depreciação	+			+	+	-	+	+	+	+	+	+

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

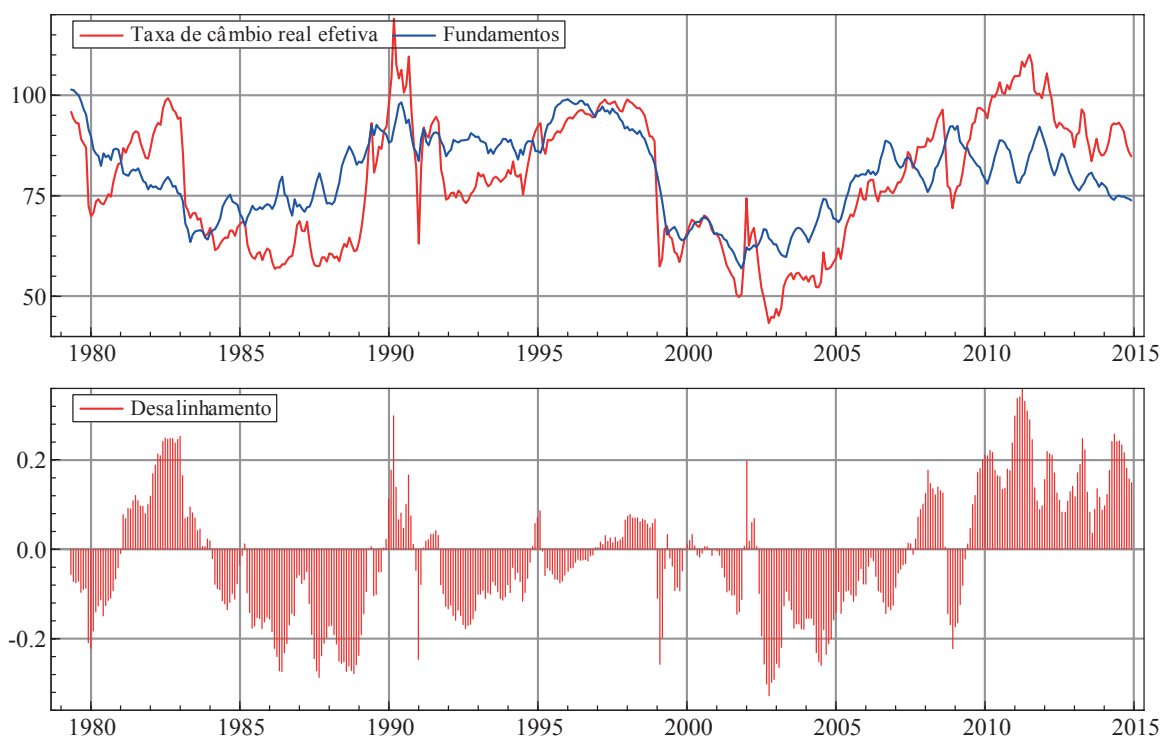


Figura 1: Taxa de câmbio real efetiva, fundamentos e desalinhamento cambial – evolução mensal. Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.
Elaboração: Observatório de Câmbio-FGV/EESP.

Carta CEMAP

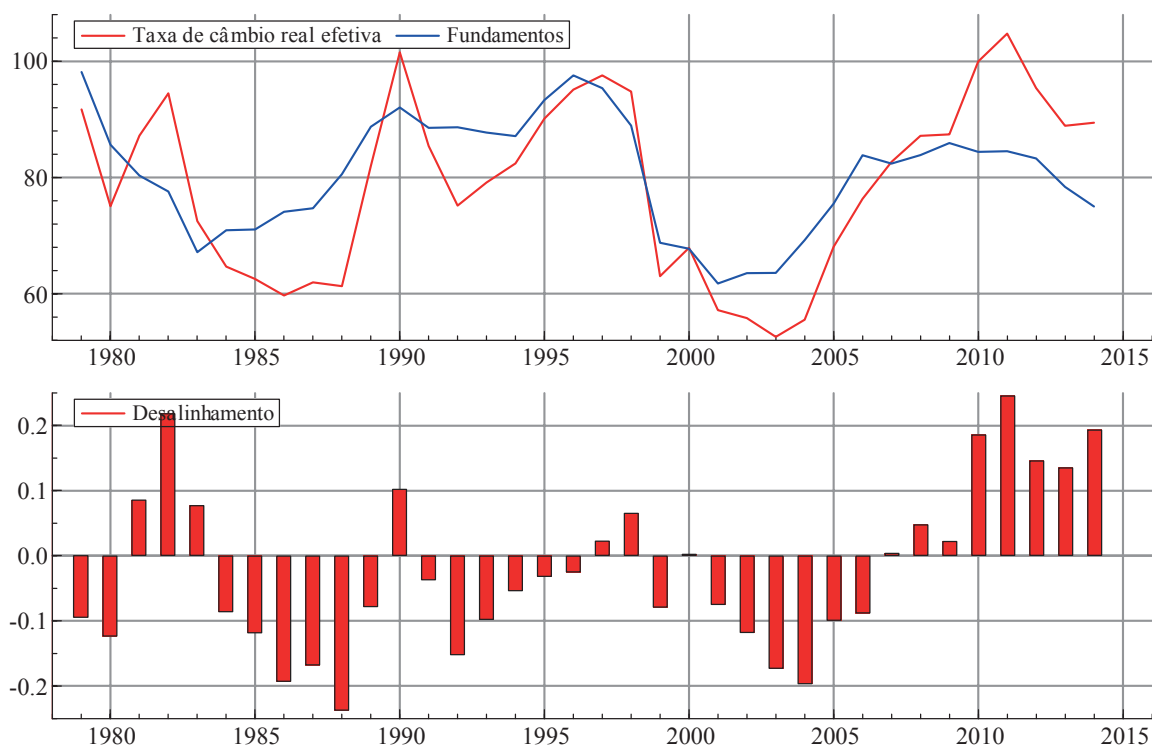


Figura 2: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual
Elaboração: Observatório de Câmbio-FGV/EESP.

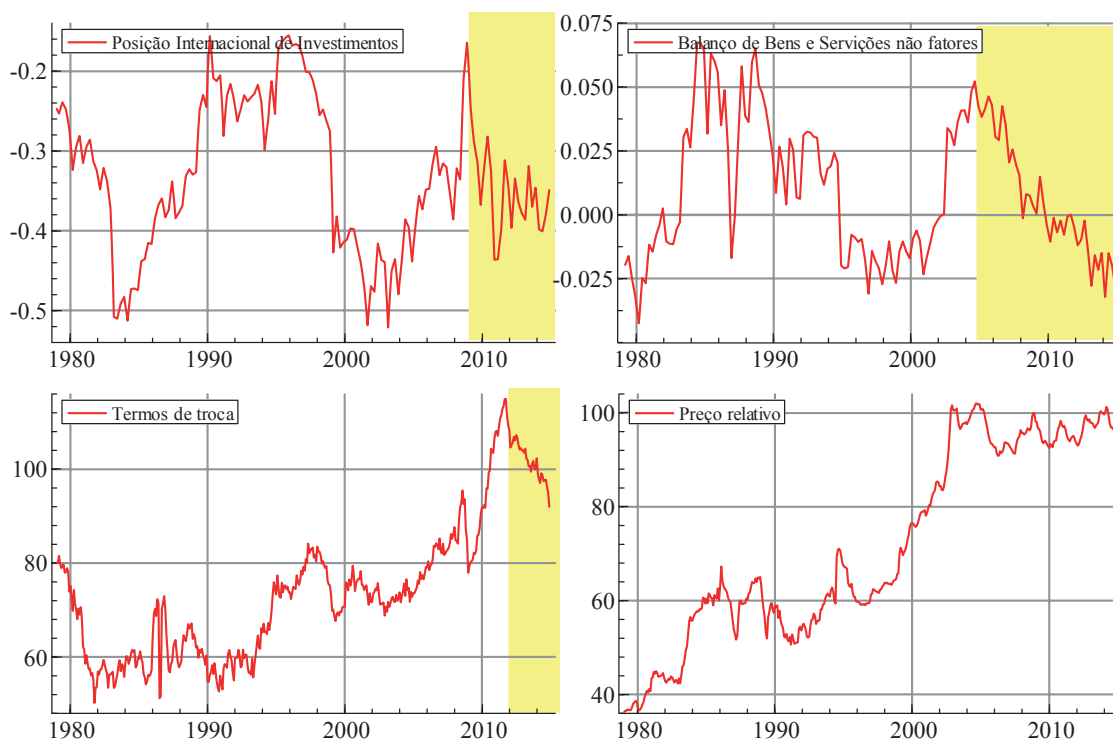


Figura 3: Evolução mensal das variáveis que compõe os fundamentos
Elaboração: Observatório de Câmbio-FGV/EESP.
Fonte de dados: IBGE, Banco Central do Brasil e Funcex.

Carta CEMAP

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.

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.

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.]