

Dados fechados de 2017 confirmam câmbio real equilibrado com fundamentos da economia

O objetivo desta Nota é apresentar estimativas da taxa de câmbio real de equilíbrio para a economia brasileira frente a uma cesta de moedas. Para realizar esta tarefa, partimos de variáveis sugeridas pela literatura econômica como sendo aquelas determinantes de longo prazo da taxa de câmbio e, através delas, montamos modelos econométricos que mapeiam as relações de longo prazo das variáveis.¹

As estimativas de desalinhamento cambial brasileiro foram atualizadas com os dados disponíveis até dezembro de 2017. O balanço do ano sugere que o câmbio real brasileiro permaneceu muito próximo do seu valor de equilíbrio. Já os fundamentos mantiveram-se próximo ao patamar do ano anterior por conta da consolidação da melhoria das contas externas brasileiras. O índice de termos de troca também não apresentou grandes alterações.

Na variação dentro de 2017 o câmbio real efetivo vem, desde agosto de 2017, mantendo uma trajetória de desvalorização. A média das diferentes metodologias sugere uma valorização frente aos fundamentos muito pequena, na casa de 3,2%, e que vem diminuindo desde o pico anual do desalinhamento de 2017 que aconteceu em julho, quando o câmbio real efetivo apresentou valorização de aproximadamente 9% em relação aos fundamentos.

O modelo que considera uma gama mais ampla de fundamentos sugere praticamente desalinhamento nulo, de -0,3% em relação ao equilíbrio (depreciado). Olhando para a evolução geral em 2017, o desalinhamento médio do ano ficou em +4,3% (valorização), que é bastante pequeno. Portanto, podemos afirmar que a taxa real efetiva de câmbio permaneceu o ano de 2017 muito perto do equilíbrio. Para 2018, depreciações grandes da taxa de câmbio brasileira neste ano só deverão ocorrer caso haja um aumento do nível de risco país por conta de incertezas com o processo eleitoral.

¹Para maiores detalhes sobre este ponto ver Marçal et al. (2015) "Addressing important econometric issues on how to construct theoretical based exchange rate misalignment estimates"; Texto para Discussão CEMAP número 07. Link

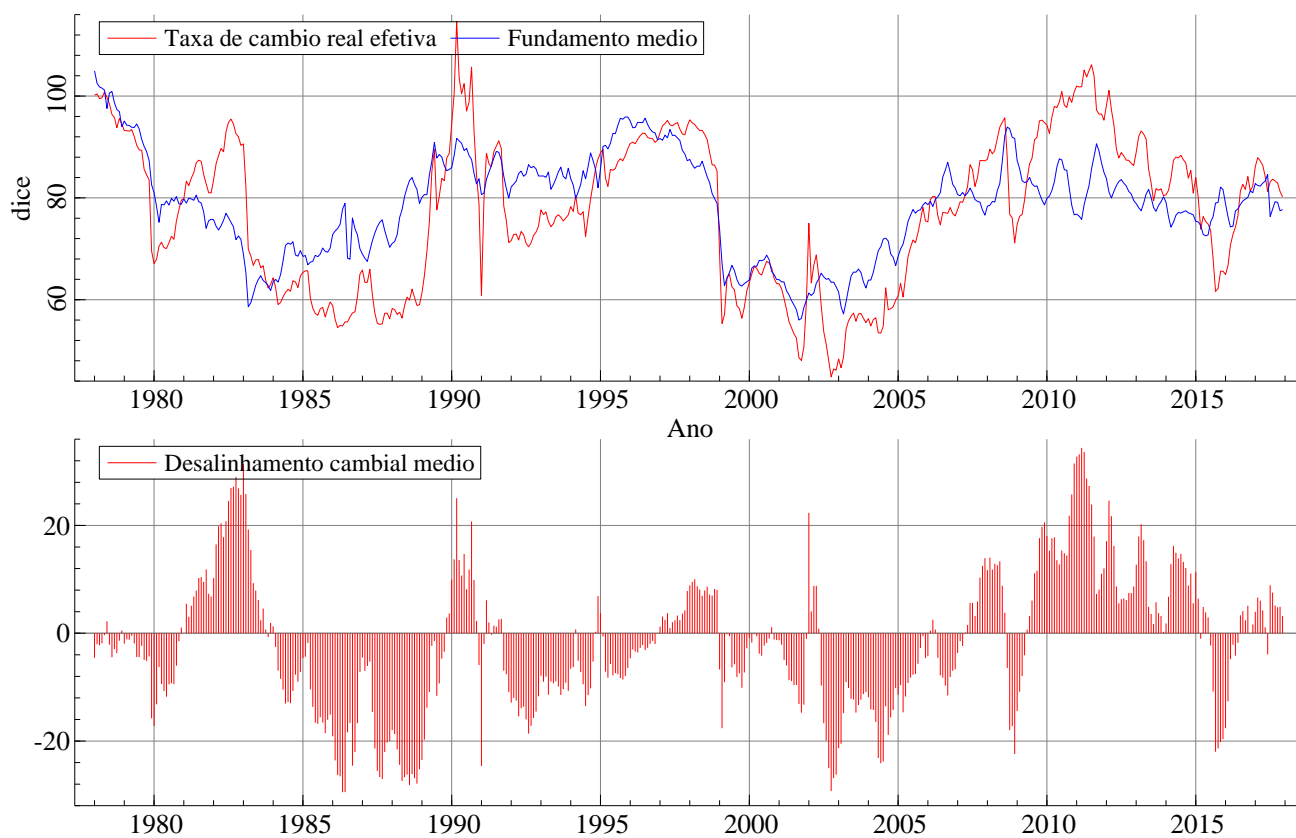
A evolução dos fundamentos e da taxa de câmbio real podem ser vistas nas Figuras 1 e 2. Para analisar a evolução temporal das variáveis que compõem os fundamentos, veja Figura 3.

Dados Anuais	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Índice																	
Taxa de câmbio real efetiva	65.5	55.5	57.3	54.2	56.9	69.4	77.5	83.2	86.9	86.2	97.8	101.3	91.1	86.0	85.2	71.8	76.6	84.0
Fundamentos-PII	66.1	60.2	62.5	60.5	65.3	70.5	75.8	74.6	83.0	82.4	75.9	70.4	74.3	75.4	74.5	80.5	77.8	74.8
Fundamentos-PII, BS	70.7	65.1	67.7	66.0	70.8	75.8	80.7	79.6	87.8	87.4	80.9	75.6	79.5	80.7	79.7	85.6	82.9	79.6
Fundamentos-PII, BS, TOT	71.3	65.3	63.0	59.0	62.2	67.6	75.8	76.0	83.8	78.1	86.5	91.5	88.5	85.5	82.3	74.5	74.7	78.9
Fundamentos-TB,PII,BS,TOT	57.8	49.8	59.5	65.1	75.0	86.7	95.5	89.4	88.8	83.1	88.1	94.7	85.1	74.8	70.6	65.0	77.8	88.7
Fundamentos - Médio	66.5	60.1	63.2	62.6	68.4	75.2	81.9	79.9	85.8	82.8	82.9	83.0	81.9	79.1	76.8	76.4	78.3	80.5
	% sobre o equilíbrio																	
Desalinhamento-PII	-1.0	-7.9	-8.3	-10.4	-13.0	-1.6	2.2	11.6	4.8	4.6	28.9	43.9	22.7	14.0	14.4	-10.8	-1.5	12.3
Desalinhamento-PII, BS	-7.3	-14.8	-15.3	-17.9	-19.7	-8.4	-4.0	4.6	-1.0	-1.3	20.9	34.0	14.7	6.6	6.8	-16.2	-7.5	5.4
Desalinhamento-PII, BS, TOT	-8.1	-14.9	-9.0	-8.2	-8.6	2.7	2.2	9.5	3.8	10.3	13.1	10.7	3.0	0.5	3.5	-3.7	2.5	6.4
Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT	13.3	11.6	-3.7	-16.8	-24.2	-20.0	-18.9	-6.9	-2.1	3.7	11.0	6.9	7.0	14.9	20.7	10.5	-1.5	-5.3
Desalinhamento - Médio	-1.5	-7.6	-9.3	-13.5	-16.8	-7.7	-5.5	4.2	1.3	4.2	18.0	22.0	11.3	8.7	11.0	-6.1	-2.1	4.3
Menor Estimativa	-8.1	-14.9	-15.3	-17.9	-24.2	-20.0	-18.9	-6.9	-2.1	-1.3	11.0	6.9	3.0	0.5	3.5	-16.2	-7.5	-5.3
Maior Estimativa	13.3	11.6	-3.7	-8.2	-8.6	2.7	2.2	11.6	4.8	10.3	28.9	43.9	22.7	14.9	20.7	10.5	2.5	12.3
Apreciação-Depreciação											+	+	+	+	+			

Dados Mensais	jun-16	jul-16	ago-16	set-16	out-16	nov-16	dez-16	jan-17	fev-17	mar-17	abr-17	mai-17	jun-17	jul-17	ago-17	set-17	out-17	nov-17	dez-17
	Índice																		
Taxa de câmbio real efetiva	76.4	81.4	82.7	81.7	84.2	81.3	82.3	86.1	87.9	87.3	86.4	84.2	81.3	83.1	83.7	83.3	82.9	81.3	80.2
Fundamentos-PII	75.6	76.0	76.4	76.8	77.1	77.5	77.9	77.1	76.3	75.5	76.5	77.5	78.5	70.3	72.1	73.1	73.3	72.9	73.9
Fundamentos-PII, BS	80.7	81.1	81.4	81.8	82.2	82.5	82.9	82.1	81.3	80.5	81.4	82.3	83.2	75.2	77.0	78.0	78.1	77.8	78.7
Fundamentos-PII, BS, TOT	74.4	75.2	76.2	77.2	77.5	81.0	80.1	83.0	81.7	81.5	80.4	79.3	80.1	73.1	75.2	78.4	79.0	77.3	77.9
Fundamentos-TB,PII,BS,TOT	80.6	82.7	83.5	83.3	83.6	84.5	83.1	89.1	90.4	91.6	93.2	94.2	96.6	86.8	86.8	87.5	86.0	82.0	80.4
Fundamentos - Médio	77.8	78.7	79.4	79.8	80.1	81.4	81.0	82.8	82.4	82.3	82.9	83.3	84.6	76.3	77.8	79.3	79.1	77.5	77.7
Desalinhamento-PII	1.1	7.1	8.2	6.4	9.1	4.9	5.7	11.7	15.2	15.5	13.0	8.7	3.6	18.3	16.0	14.0	13.2	11.5	8.6
Desalinhamento-PII, BS	-5.3	0.3	1.5	-0.2	2.5	-1.5	-0.7	4.9	8.1	8.4	6.2	2.4	-2.3	10.5	8.6	6.8	6.2	4.5	1.9
Desalinhamento-PII, BS, TOT	2.7	8.3	8.4	5.8	8.6	0.4	2.8	3.7	7.5	7.1	7.4	6.2	1.5	13.7	11.3	6.3	5.0	5.2	3.0
Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT	-5.1	-1.6	-1.0	-1.9	0.7	-3.7	-0.9	-3.3	-2.8	-4.7	-7.3	-10.5	-15.9	-4.2	-3.7	-4.8	-3.6	-0.8	-0.3
Fator 1: Fundamentos do câmbio	0.7	3.5	3.2	1.3	2.8	-3.0	-1.4	-1.9	0.6	0.5	1.2	1.0	-1.7	7.7	5.5	1.5	0.7	1.4	0.0
Fator 2: Contas externas:	-5.8	-4.9	-4.1	-3.2	-2.0	-0.8	0.5	-1.5	-3.4	-5.3	-8.4	-11.4	-14.4	-11.0	-8.7	-6.2	-4.3	-2.2	-0.3
Desalinhamento - Médio	-1.8	3.3	4.1	2.4	5.1	-0.1	1.6	4.0	6.6	6.0	4.2	1.1	-3.9	8.9	7.6	5.1	4.8	4.9	3.2
Menor Estimativa	-5.3	-1.6	-1.0	-1.9	0.7	-3.7	-0.9	-3.3	-2.8	-4.7	-7.3	-10.5	-15.9	-4.2	-3.7	-4.8	-3.6	-0.8	-0.3
Maior Estimativa	2.7	8.3	8.4	6.4	9.1	4.9	5.7	11.7	15.2	15.5	13.0	8.7	3.6	18.3	16.0	14.0	13.2	11.5	8.6
Apreciação-Depreciação																			

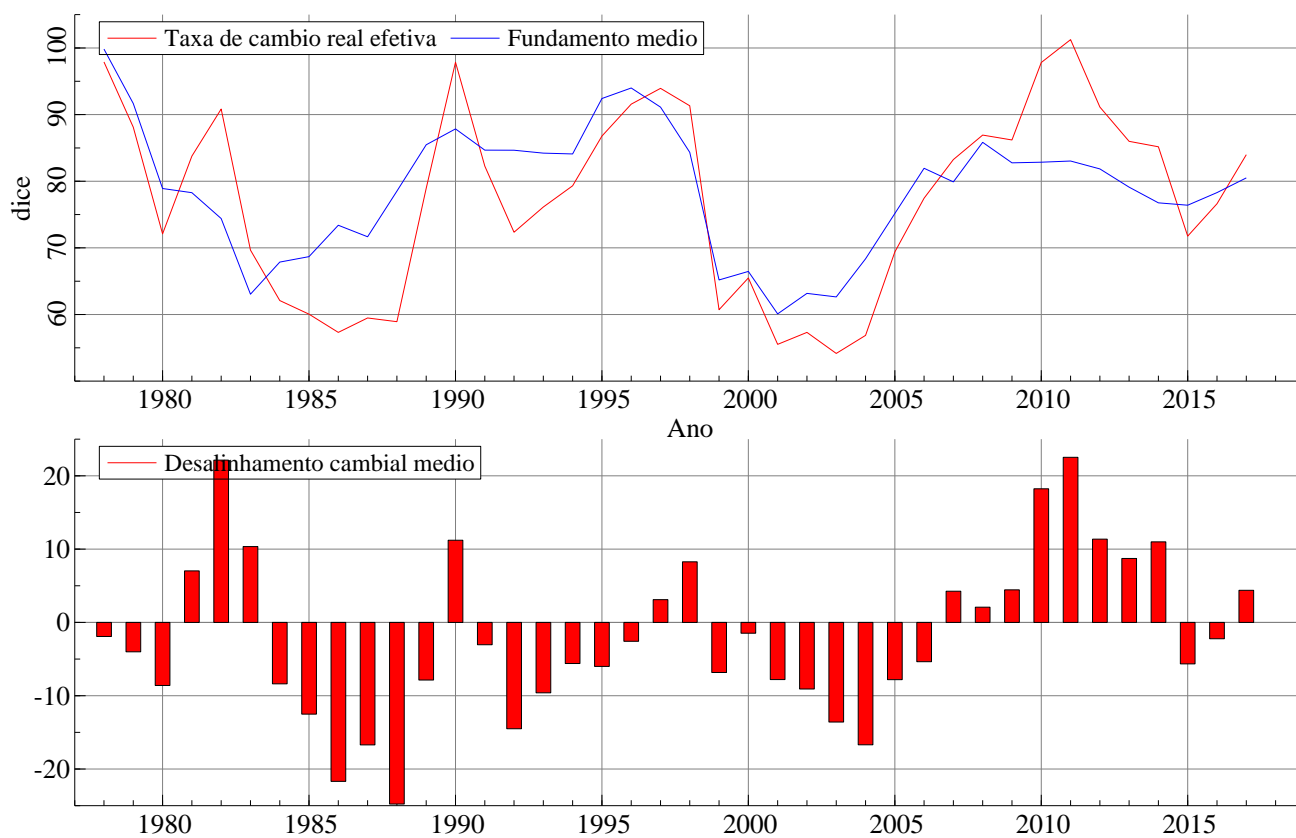
Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

Tabela 1: Desalinhamento cambial no Brasil



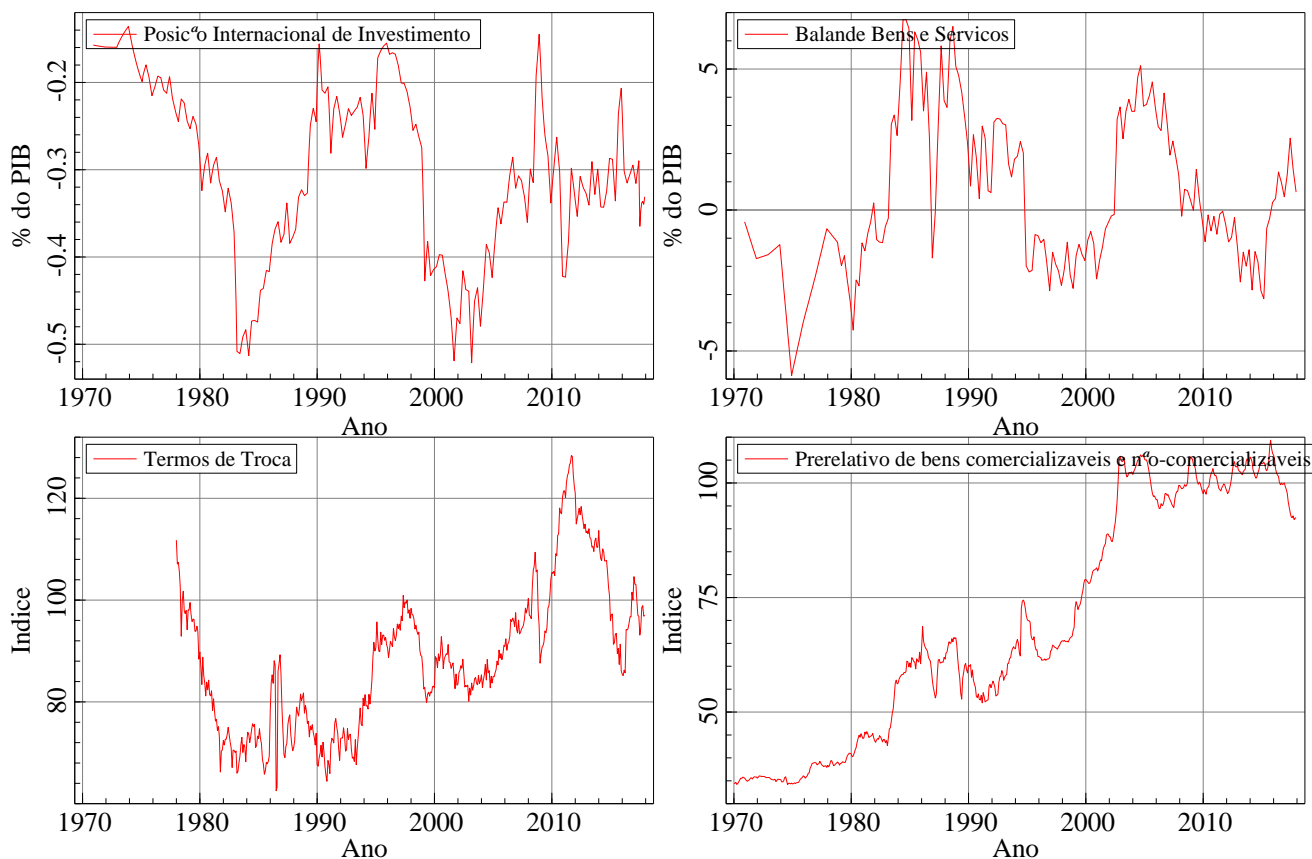
Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

Figura 1: Taxa de câmbio real efetiva, fundamentos e desalinhamento cambial – evolução mensal.



Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

Figura 2: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual



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

Figura 3: Evolução mensal das variáveis que compõe os fundamentos

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 (PIB), termos de troca relativo (TOT), balança de bens e serviços (TB) e indicador de preços relativos entre os setores produtores de bens transacionáveis e não-transacionáveis (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 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.

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.

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 al. (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, Áustria e Grécia.

⁴MacDonald (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.]