

04/07/2024 15:05:55 - TOP NEWS

1. ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: INCONTINÊNCIA VERBAL CAUSA VOLATILIDADE NO CÂMBIO



É uma característica de líderes populistas elegerem um inimigo para colocar a culpa sobre os problemas que estão enfrentando. O presidente Lula, ao escolher como seu desafeto o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, pode estar enveredando por esse caminho. A pregação acaba afetando a credibilidade da política monetária e o câmbio nominal já desvalorizou mais de 10% nas últimas semanas. Ninguém discorda que os juros estão altos, mas usar voluntarismo e acentuar a polarização política para discutir a questão monetária só agrava mais o mau humor do mercado e exacerba o preço dos ativos. Esse artigo trata de três modelos de câmbio real diferentes tentando averiguar se a moeda está desalinhada dos fundamentos, sempre tendo em vista todas as vicissitudes de se analisar o câmbio.

A política monetária de metas para a inflação tem como instrumento a taxa de juros real para controlar a inflação. Mesmo não sendo apenas pressão de demanda que está influenciando os preços, a forma de se limitar os efeitos de segunda ordem dos choques sobre na inflação é restringindo o aquecimento da economia para desinflar os preços. O mercado de trabalho muito aquecido, a situação fiscal com forte aumento dos gastos e a pressão de juros mais altos nos Estados Unidos são as razões apontadas pelo BCB para interromper os cortes na Selic.

O real já estaria pressionado apenas pela política monetária americana, que deve deixar os juros num patamar superior a 5% por mais tempo, mas houve recentemente uma nova onda de aumento devido aos ataques verbais do presidente Lula ao BCB. Desde que os juros americanos foram reprecificados, o dólar já tinha passado do patamar de R\$ 5 para R\$ 5,20, mas a partir da reunião de maio do Copom, quando houve o dissenso, o enfraquecimento da moeda doméstica prosseguiu. O caldo, no entanto, entornou mesmo diante do comportamento errático do presidente Lula elegendo o presidente do BCB como bode expiatório, quando na verdade a fragilidade está no imobilismo do governo em resolver a questão do aumento dos gastos públicos. Só para ter uma ideia da dinâmica dos gastos, em termos do PIB, a média de 2023 foi de 18,1% e, no último dado de maio, já totalizou 20,5% do PIB.

O primeiro modelo de câmbio real é o mais simples e já foi apresentado anteriormente num artigo no **Broadcast**, tendo como objetivo estimar o câmbio real de equilíbrio, baseado nas seguintes variáveis:

Termos de troca; Passivo externo líquido (posição líquida de investimentos); Risco-Brasil (CDS-5 anos); Taxa de juros real.

Para estimar o câmbio de equilíbrio no final de 2025 é necessário prever o que acontece com as variáveis "exógenas" do modelo. Portanto, supus que o CDS permanecesse estável em 150, o passivo constante no último valor de 43% do PIB, os termos de troca voltando para a média histórica e os juros reais regressando para um valor de 4,5% ao ano. Baseado nessas hipóteses, o câmbio real no final de abril estaria em equilíbrio no final de 2025, coincidindo com o valor atual da variável. Mas o câmbio nominal depreciou bastante desde esse período, quanto estava em R\$ 5,19. Portanto, se utilizarmos o câmbio do final de junho em R\$ 5,66, já temos uma moeda 10% desvalorizada.

04/Jul/2024 15:06

O segundo modelo - calculado por Emerson Marçal e Oscar Simões, pesquisadores do MacroLab - utiliza o câmbio real, Termos de troca, passivo externo líquido e uma variável para levar em conta o denominado efeito Balassa-Samuleson, que diz respeito a dinâmica diferente entre os preços dos bens tradeables e não tradeables.

A estimativa de desalinhamento cambial, diferença entre os fundamentos e o valor observado é construída a partir de 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.

Os dados estão atualizados até o final do primeiro trimestre de 2024. A moeda brasileira estava valorizada em cerca de 3% ao final de março de 2024. Esse valor, contudo, era estatisticamente diferente de zero segundo o grau de precisão do modelo. O Gráfico 1, abaixo, apresenta a evolução recente do desequilíbrio. Após vários trimestres em equilíbrio ou depreciada, a moeda brasileira voltou a ficar apreciada. A controvérsia recente parece ter ocasionado a depreciação da moeda por conta de uma subida do risco país como bem representando nas cotações do CDS que passou de 130 no final de março para 170 recentemente.

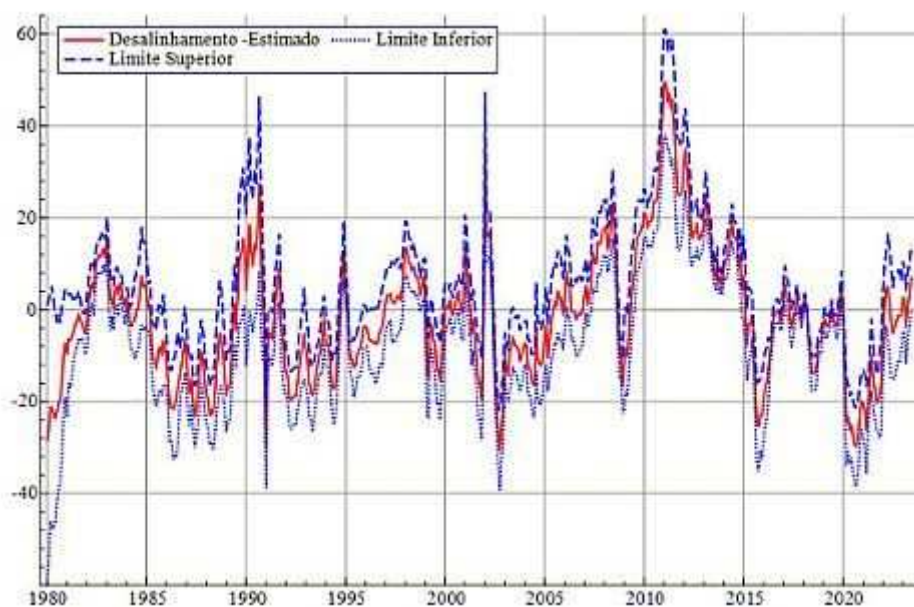


Gráfico 1: Desalinhamento estimado e sua respectiva banda de precisão

Por fim, o terceiro modelo é um refinamento em relação ao segundo modelo e também é calculado por Emerson Marçal e Oscar Simões, ao permitir classificar os movimentos da taxa de câmbio como advindo de um regime de calma versus um regime de instabilidade. Esse modelo pode ser feito na frequência mensal e o Gráfico 2 ilustra os pontos em que os regimes de instabilidade prevaleceram. Trata-se de uma classificação neutra obtida a partir dos dados de um modelo econométrico. A indisponibilidade dos dados completos para o segundo trimestre inviabiliza a estimação do modelo para esse período, mas conjecturamos que os eventos recentes podem ter colocado a taxa de câmbio no regime de instabilidade. Além do aumento da volatilidade, esse regime exige que o câmbio permaneça próximo dos fundamentos por conta da instabilidade. Déficits fiscais e suas implicações são menos toleradas e ajustes são feitos de forma abrupta.

De qualquer modo a duração da instabilidade depende da característica de sua causa. Um desequilíbrio mais profundo com base em fundamentos fracos, tende a perdurar durante um bom tempo. Exemplos de períodos de instabilidade são a transição do governo FHC para o governo Lula e o respectivo processo eleitoral onde havia dúvidas sobre se as reformas feitas até então seriam mantidas, e mesmo a crise fiscal e econômica de 2014-15.

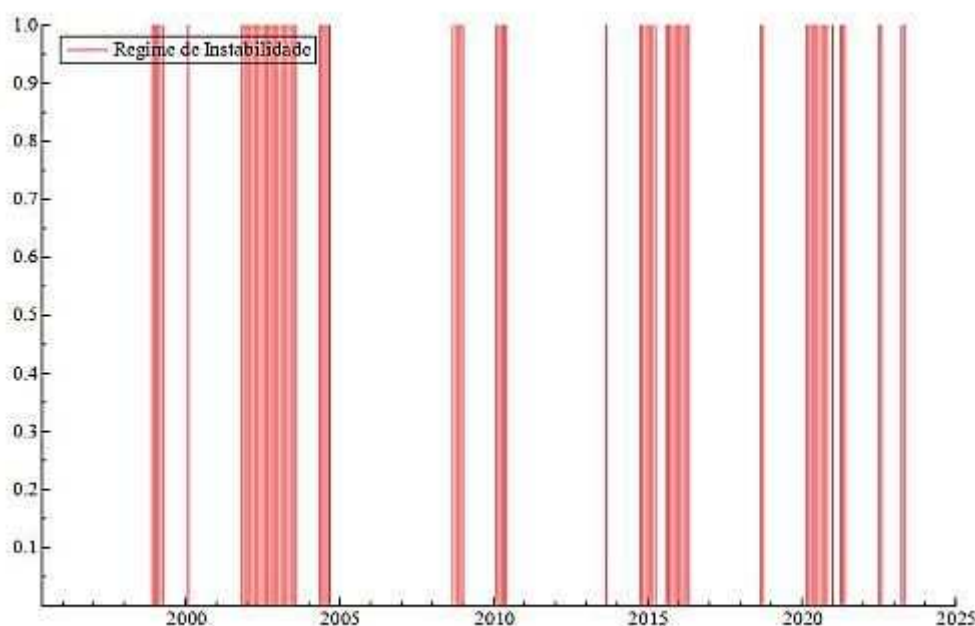


Gráfico 2: Períodos em que o regime de instabilidade prevaleceu

Os modelos apontam que, depois de ter ficado depreciado após a pandemia, o câmbio, no final do primeiro trimestre, estava próximo ao equilíbrio ou mesmo um pouco apreciado, quando estava ao redor de R\$ 5,10. Porém houve uma depreciação adicional nas últimas semanas, acima dos pares. Segundo a Bloomberg, o real foi a segunda moeda do mundo que mais se desvalorizou neste ano. Esta fragilidade pode ser atribuída, em parte, a querela pública entre o presidente da República e o presidente do BCB. Essa discussão pode estar sendo feita num período em que o câmbio já tenha mudado de regime indo para um momento de instabilidade o que exacerba a volatilidade. A incredibilidade na adoção de uma política fiscal austera e as incertezas sobre a autonomia do novo presidente do BCB podem continuar a ser catalisadores de turbulência adicional no preço dos ativos.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

Os artigos publicados no Broadcast expressam as opiniões e visões de seus autores.