

Desvalorização do real e implicações para política monetária¹

Rafael Bacciotti

A desvalorização da taxa de câmbio no Brasil se destaca em relação a outras moedas de países emergentes, impulsionada principalmente pelo aumento do risco fiscal doméstico. As projeções para a taxa de câmbio e a inflação têm sido revisadas para cima, influenciando as expectativas sobre a taxa Selic. O recente alívio observado nas cotações do real é um sinal positivo que pode ajudar a conter a alta dos preços e evitar um cenário de juros ainda mais restritivo para a atividade produtiva.

Desde o início do ano o real tem apresentado uma tendência de depreciação em relação ao dólar americano. Em dezembro de 2023, a taxa de câmbio era de R\$ 4,84/US\$, subindo para R\$ 5,56/US\$ em junho, o que representa uma queda de quase 15% e uma reversão aos níveis de 2021 (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. TAXA DE CÂMBIO NOMINAL (R\$/US\$)

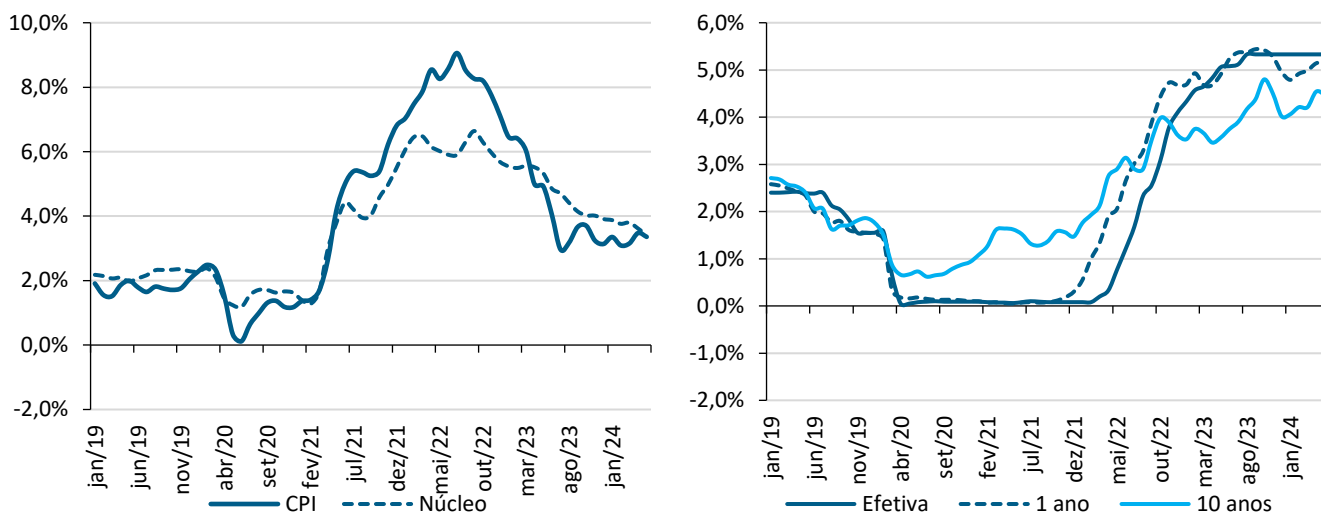


Fonte: Banco Central.

Esse movimento reflete, em parte, a conjuntura internacional adversa, especialmente devido à incerteza sobre o ciclo de queda das taxas de juros nos Estados Unidos. Com a economia e o mercado de trabalho norte-americanos demonstrando resiliência, a inflação ao consumidor tem diminuído mais lentamente do que o esperado pelo *Federal Reserve (Fed)*, ainda distante da meta de 2,0%. A manutenção das taxas de juros elevadas para combater a inflação atrai fluxos de capital, fortalecendo o dólar. A expectativa dos agentes de mercado é que as taxas de juros comecem a ser reduzidas no quarto trimestre.

¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2024/julho/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-julho-2024>.

GRÁFICO 2. INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS (ESTADOS UNIDOS)



Fonte: Federal Reserve Economic Data – FRED | ST. LOUIS FED.

Neste cenário global várias moedas estão perdendo valor em relação ao dólar, especialmente em países emergentes. No Brasil, a desvalorização foi particularmente acentuada, com uma queda de 15% no primeiro semestre, comparado a aproximadamente 3% no Peru, cerca de 7% no Chile, Colômbia, México, e cerca de 13% na Argentina.

Um modelo econométrico atualizado regularmente no blog do Instituto Brasileiro de Economia (Ibre)/Fundação Getúlio Vargas (FGV)² analisa os fundamentos da moeda brasileira no curto prazo, considerando três fatores principais: i) fatores globais, como os preços das commodities, a posição do dólar em relação a outras moedas desenvolvidas e o retorno dos títulos do Tesouro Americano de 10 anos; ii) fatores locais, aproximados pela componente doméstica do prêmio de risco-país; e iii) diferencial de juros entre a economia brasileira e a norte-americana.

Embora o comportamento do real geralmente siga os fundamentos globais, no acumulado de 2024 até junho, a desvalorização foi impulsionada principalmente por fatores locais, equivalentes a quase 90% da variação cambial.³ Os fatores globais, por sua vez, contribuíram com o equivalente a 20% da variação, enquanto a diferença nas taxas de juros atuou de forma contrária (negativa), fortalecendo o real, equivalendo a quase 10%. Apesar do crescimento da economia brasileira superar expectativas, a escalada da taxa de câmbio desde meados de abril parece refletir o aumento do risco fiscal interno associado ao compromisso do governo com o reequilíbrio da dívida pública como proporção do PIB.

É relevante destacar que as projeções para a taxa de câmbio no final deste ano têm sido constantemente revisadas para cima no Boletim Focus. Paralelamente, as expectativas para o IPCA estão se afastando da meta de 3,0%, o que influenciou o Comitê de Política Monetária (Copom) a mudar seu plano de voo após uma série de cortes na taxa básica de juros.

² Última versão disponível em: <https://tinyurl.com/mpd3zrmn>

³ As parcelas positivas, depois de somadas com as negativas, resultam em 100% da variação. Isto é, no caso descrito, temos que 90% + 20% - 10% = 100%. Esses percentuais são obtidos da seguinte maneira. O primeiro passo é saber que, conforme o artigo citado, a depreciação acumulada no ano foi de 11,9%, que pode ser decomposta em três elementos:

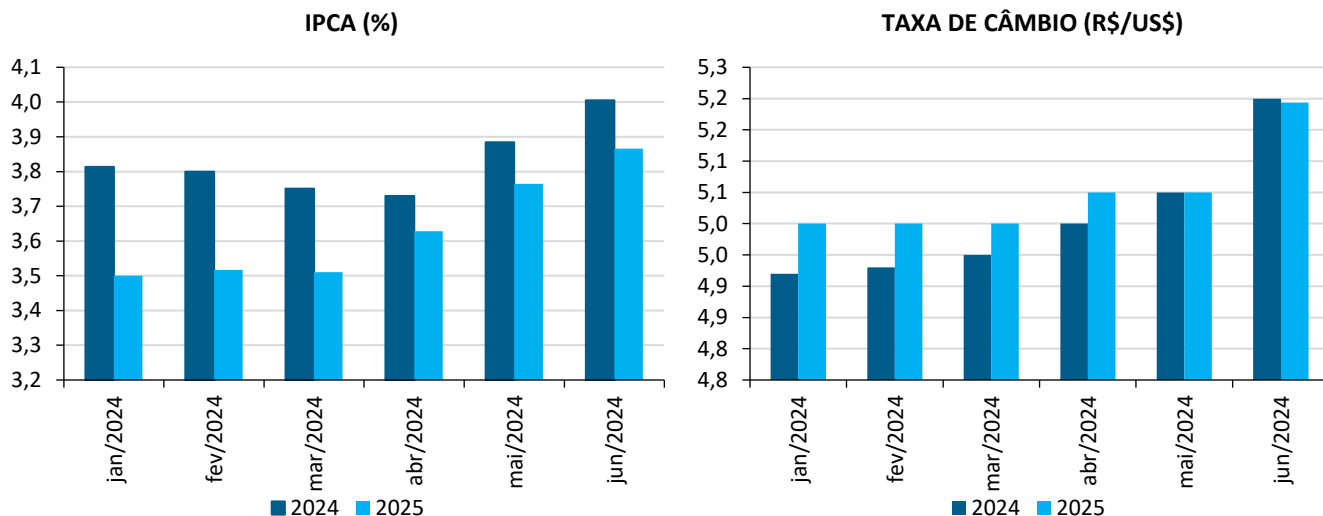
$$\begin{aligned} (\text{fatores locais}) + (\text{fatores globais}) + (\text{diferencial de juros}) &= 11,9 \Rightarrow \\ (10,40) + (2,47) + (-0,97) &= 11,9 \end{aligned}$$

O segundo passo é representar a contribuição de cada elemento do lado esquerdo como um novo percentual, que seja, desta vez, do total de 11,9. Para isso, divide-se ambos os lados da equação por 11,9:

$$\frac{10,4}{11,9} + \frac{2,47}{11,9} - \frac{0,97}{11,9} = \frac{11,9}{11,9} \Rightarrow 87,4\% + 20,8\% - 8,2\% = 100\%$$

Os percentuais acima, uma vez arredondados, correspondem aos mencionados no texto.

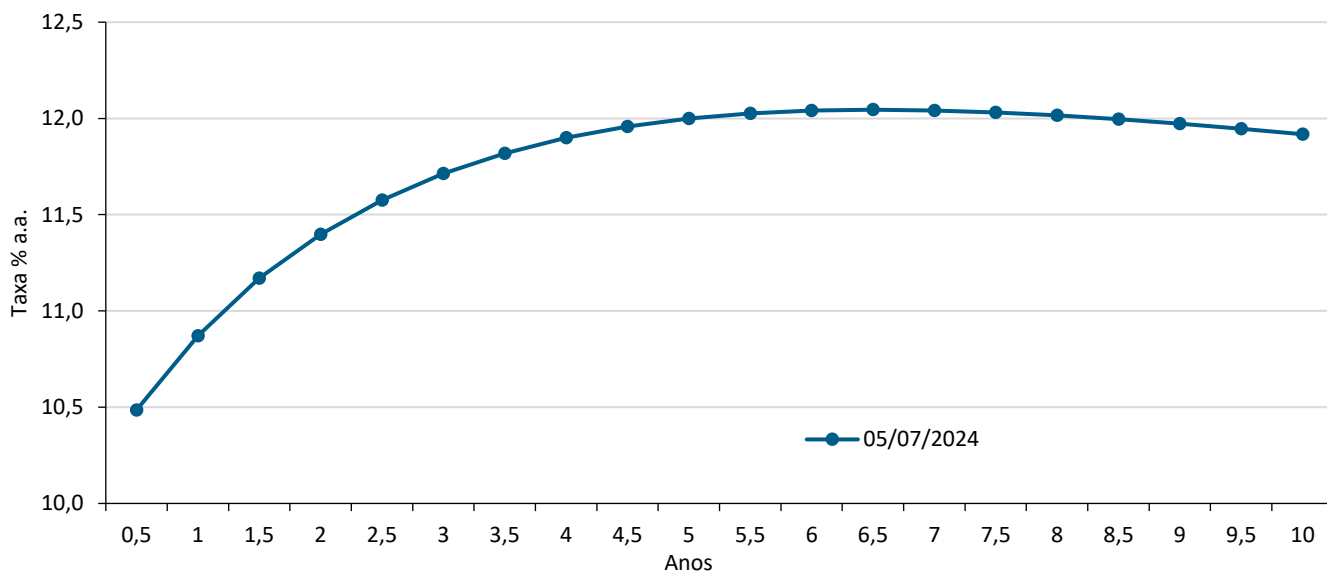
GRÁFICO 3. PROJEÇÕES: INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO (BOLETIM FOCUS)



Fonte: Banco Central.

Neste contexto, a curva futura de juros se elevou, antecipando um aumento da taxa Selic nas próximas reuniões e sua manutenção em patamares elevados para diferentes prazos. O Gráfico 4 mostra a estrutura a termo de juros – calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias de títulos públicos. A remuneração de um título com prazo de seis meses e um ano está em 10,48% e 10,87% (dados do dia 5 de julho). No prazo de dois e três anos, a remuneração sobe para 11,40% e 11,71%. Já a mediana das projeções do Boletim Focus para o final de 2024 indicam 10,50%, com redução para 9,5%, em 2025, e 9,0%, em 2026.

GRÁFICO 4. CURVA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL

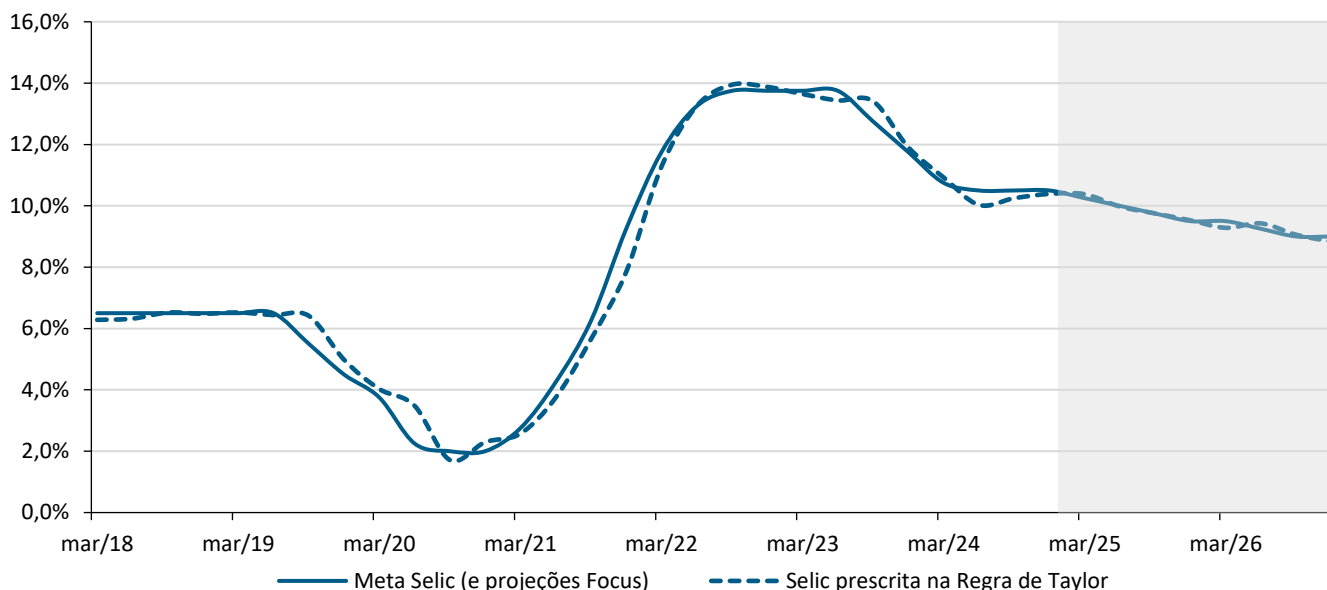


Fonte: Anbima.

No Relatório de Inflação de junho, o Banco Central apresentou a atualização dos parâmetros dos modelos de pequeno porte⁴ usados para guiar a decisão sobre a taxa de juros da política monetária. Nesse contexto, a meta Selic segue uma regra de Taylor, que representa a função de reação ao desvio das expectativas de inflação em relação à meta. De acordo com essa regra, a meta Selic deveria aumentar quanto maior for a taxa nominal neutra (taxa real neutra acrescida da meta de inflação) e o desvio das expectativas de inflação em relação à meta.

⁴ Para mais informações: <https://tinyurl.com/bpafn734>

Utilizamos a regra de Taylor e os parâmetros atualizados pelo Banco Central para observar a trajetória prospectiva da meta Selic, considerando a taxa de juros real neutra em 4,75% (também conforme avaliação atual do Banco Central⁵) e a evolução das expectativas de inflação, contida no Boletim Focus. Como se observa no Gráfico 5, a projeção da taxa Selic está alinhada à taxa Selic prescrita na função de reação da autoridade monetária, considerando os parâmetros mais recentes.

GRÁFICO 5. TAXA SELIC

Fonte: Banco Central e IFI.

A partir do mesmo exercício, é possível constatar que se as expectativas de inflação convergissem para a meta de 3,0%, a Selic terminal, ao fim deste ciclo de queda, seria 8,0% a.a., ao invés de 9,0%. Por outro lado, se caminhassem para 4,5% (limite superior da banda), a meta Selic caminharia para 10,8% a.a., acima do patamar atual.

O recente alívio nas cotações do real, em resposta à sinalização do governo sobre o compromisso com o arcabouço fiscal, é positivo para mitigar o aumento das expectativas de inflação. Isso poderia reduzir a necessidade de um aperto monetário mais agressivo por parte do Banco Central, evitando um cenário de juros ainda mais restritivo para a atividade econômica. A concretização de um cenário com juros mais altos amplificaria os desafios atuais para o reequilíbrio da dívida pública, especialmente em razão da perspectiva de aumento do déficit nominal, da redução dos investimentos e do crescimento econômico.

⁵ Para mais informações: <https://tinyurl.com/84zhzmu7>