

Dinâmica recente do desalinhamento da taxa de câmbio dos seus fundamentos de longo prazo

Houve uma apreciação de 6,58% na taxa de câmbio brasileira no longo de 2023 (de R\$ 5,24/US\$ em dez/22 para R\$ 4,89/US\$ em dez/23)¹. A taxa é de suma importância por afetar tanto o fluxo de comércio internacional – do Brasil e do Rio Grande do Sul – quanto a inflação no mercado doméstico. Desse modo, a dinâmica do câmbio pode influenciar o aumento das exportações (caso a depreciação cambial afete mais os preços dos produtos finais do que os custos dos insumos) ou a queda das importações (caso os preços médios dos produtos importados aumentem mais rapidamente do que os observados no mercado interno). Nesse informe trataremos dos desenvolvimentos recentes, assim como seus fatores causais.

Por seu papel *chave* no tecido econômico, as linhas de argumentação que tentam explicar seu comportamento são variadas. A maioria das justificativas, no entanto, centra-se na utilização de cinco variáveis principais:

- Risco Brasil – Utilizou-se os *Credit Default Swaps* (CDS)² de 5 anos;
- Juros longos – Representado pelos juros de 10 anos do Brasil e dos EUA³;
- Preços de *commodities* – Usou-se o índice CRB⁴;
- Apetite ao risco – Capturado pelo desenvolvimento do *US Dollar Index*⁵;
- Expectativas de câmbio – Tendo o boletim Focus como fonte principal.

Adicionalmente, o modelo calibrado leva em consideração que os desvios, de longo prazo, do câmbio observado com relação aos seus fundamentos têm média zero. Ou seja, *no longo prazo* a dinâmica da taxa observada se aproximará da de equilíbrio. Desse modo, pode-se determinar a participação que cada um desses fatores têm na variação nominal e relativa da divisa brasileira, o que nos permite inferir o *quão distante* ela está de seus fundamentos macroeconômicos (seu grau de Desalinhamento).

Abaixo apresenta-se o Gráfico de Desalinhamento cambial. Em dez/23 havia um descasamento de R\$ 0,06/US\$ entre o câmbio e seus fundamentos. Adicionalmente, é possível se observar que no período inicial da pandemia (mar/20) a divisa brasileira apresentou um grande desvio de seu valor de equilíbrio, com a taxa nominal apresentando valores superiores àquilo que seria

¹ Utilizou-se a taxa de câmbio média em cada mês.

² Os *Credit Default Swaps* (CDS) são um tipo de seguro contra o risco de inadimplência de um determinado país no mercado financeiro. Quanto maior o preço, maior a possibilidade de inadimplência.

³ Optou-se por essas variáveis por serem as mais comumente utilizadas.

⁴ O CRB (*Commodity Research Bureau*) age como um índice dos preços globais de *commodities*.

⁵ O *US Dollar Index* representa a dinâmica do Dólar norte americano frente a uma cesta de moedas globais. Valores altos do índice estão associados a um fortalecimento dessa divisa e, conseqüentemente, um menor apetite global ao risco.

esperado utilizando-se somente seus fundamentos.

Dinâmica do desalinhamento cambial

(Em R\$/US\$ | Valor nominal menos valor de equilíbrio)



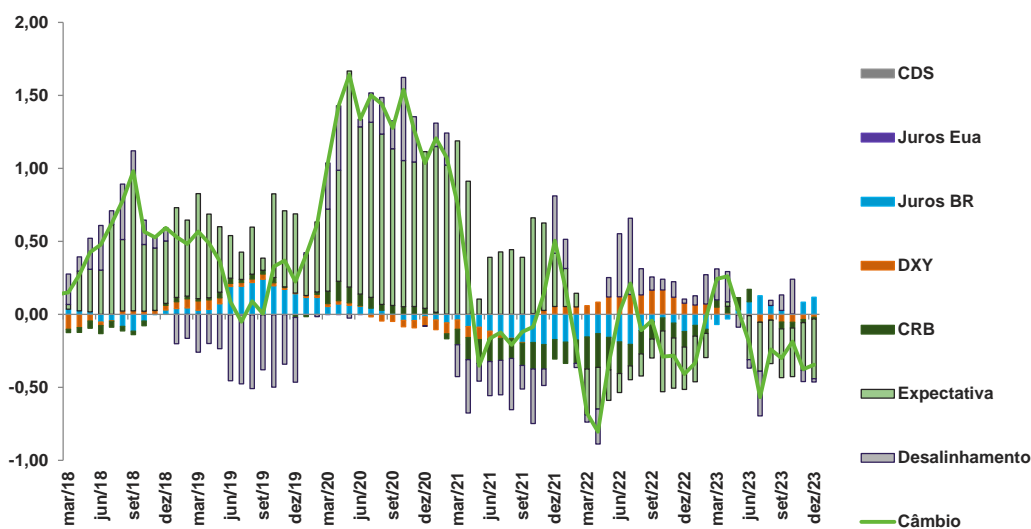
Fonte: SGS/BCB. Investing.com. Elaboração: UEE/FIERGS. Nota: Valores acima de zero indicam margem para apreciação cambial tudo o mais constante.

No Gráfico abaixo é apresentada a dinâmica da variação de cada um de seus efeitos sobre a mudança nominal do câmbio. O período da pandemia, por exemplo, marcado por uma rápida desvalorização do Real foi afetado de maneira bastante negativa pelas Expectativas. Ainda que, vide a parcela do Desalinhamento, o mercado tenha reagido mais do que seria esperado no período.

Quanto à dinâmica recente, a variação de -6,58% (-R\$ 0,35/US\$), entre dez/23 com relação ao mesmo período de 2022, foi bastante influenciada pela melhora das Expectativas (que impactaram a taxa em R\$ -0,41/US\$ ou -7,79%) e pela redução do apetite ao risco (efeito de -R\$ 0,02/US\$ ou -0,34%) principalmente. Por outro lado, a queda na remuneração dos títulos brasileiros contribuíram +R\$ 0,12/US\$ (+2,25%) para o aumento da taxa de câmbio brasileira.

Decomposição do movimento da variação da taxa de câmbio

(Em R\$/US\$ | Mês de referência com relação ao mesmo período do ano passado)



Fonte: SGS/BCB. Investing.com. Elaboração: UEE/FIERGS.

Contribuição para a variação da taxa de câmbio

(Em R\$/US\$ | Mês de dez/23 com relação ao mesmo período de 2022)

	Var.R\$	Var.%
Câmbio	-0,35	-6,58
CDS	0,00	-0,04
Juros Eua	0,00	0,00
Juros BR	0,12	2,25
DXY	-0,02	-0,34
CRB	-0,01	-0,22
Expectativa	-0,41	-7,79
Desalinhamento	-0,02	-0,44

Fonte: SGS/BCB. Investing.com. Elaboração: UEE/FIERGS.

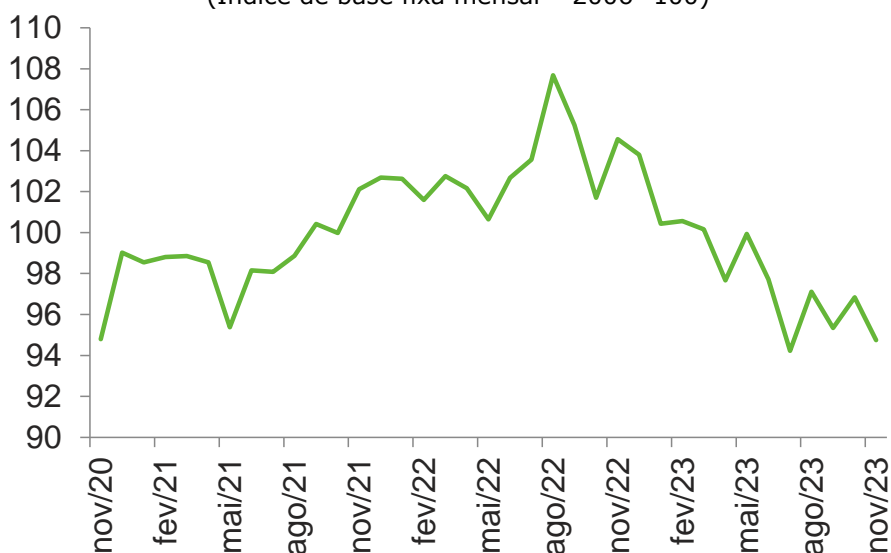
A melhora nas expectativas de inflação, que afeta diretamente o câmbio esperado pelo mercado, contribui de maneira bastante benéfica para a apreciação da divisa brasileira. Conforme as taxas de inflação mostrem-se mais estáveis no decorrer do ano, vemos espaço para juros de longo prazo menores sem que haja uma depreciação do Real. No entanto, é importante frisar que a percepção de risco dos agentes pode variar para cima conforme as contas públicas mostram-se menos saudáveis, o que afetaria a taxa de maneira depreciativa. A situação internacional também pode acarretar em efeitos adversos, além do conflito ucraniano e do israelense temos agora os ataques no sul da Península Árabe e ameaças de conflito armado entre Paquistão e Irã.

Atividade industrial gaúcha recuou em novembro

O Índice de Desempenho Industrial (IDI/RS), fiel à sua trajetória errática recente, não sustentou a alta do mês anterior (+1,6%) e voltou a cair com força em novembro: -2,1% ante outubro na série com ajuste sazonal. Nos onze meses do ano, nessa métrica, foram 7 quedas (-8,7% acumulados), contagem que sobe para 10 (-12,0% no total) se considerados os últimos 15 meses.

O IDI/RS é obtido a partir do comportamento de seis variáveis. Na passagem de outubro para novembro, as quedas predominaram e foram intensas nas compras industriais (-10,1%) e no faturamento real (-4,3%). As horas trabalhadas na produção recuaram 1,3%, enquanto o emprego e a utilização da capacidade instalada (UCI), em 78,1% em novembro, ficaram estáveis relativamente a outubro. Nessa métrica, apenas a massa salarial real aumentou: +2,3% com ajuste sazonal.

Índice de desempenho industrial (IDI-RS)
(Índice de base fixa mensal – 2006=100)



Fonte: UEE/FIERGS.

Nas comparações anuais, os resultados negativos são generalizados no penúltimo mês do ano. O IDI/RS caiu 9,2% relativamente a novembro de 2022, na décima primeira retração consecutiva, acelerando a queda acumulada do ano de 4,9% (até outubro) para 5,3% (até novembro), respectivamente, na comparação com os dez e onze primeiros meses de 2022.

Destaque entre os componentes para a expressiva baixa de 14,7% das compras industriais, que forneceu a principal contribuição para a queda no IDI/RS no acumulado do ano até novembro. Outros componentes também exerceram influências negativas na evolução do índice de atividade industrial no ano: faturamento real (-6,2%), horas trabalhadas na produção (-3,0%), UCI (-3,5 p.p.) e emprego (-0,7%). Apenas a massa salarial real (+3,8%) cresceu em 2023.

Indicadores Industriais do Rio Grande do Sul – Novembro de 2023

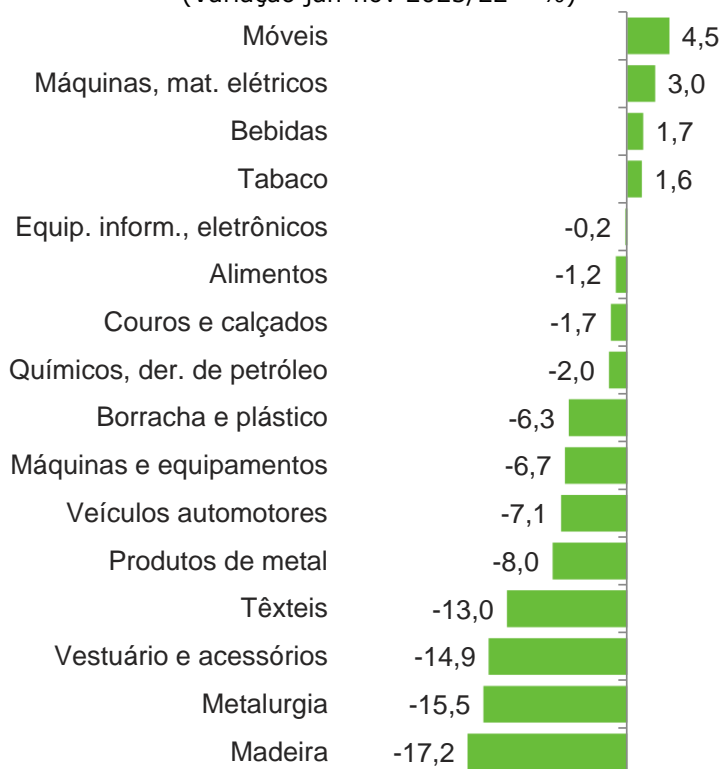
	Variação %		
	Mês anterior*	Mês ano anterior	Ac. ano
Índice de desempenho industrial	-2,1	-9,2	-5,3
Faturamento real	-4,3	-13,4	-6,2
Horas Trabalhadas na produção	-1,3	-4,4	-3,0
Emprego	0,0	-2,7	-0,7
Massa salarial real	2,3	3,8	3,8
UCI (em p.p.)	-0,1	-4,1	-3,5
Compras Industriais	-10,1	-24,3	-14,7

* Série dessazonalizada. Fonte: UEE/FIERGS.

Além de intensa, a queda da atividade industrial do RS em 2023 mostrou um perfil disseminado, ocorrendo em 12 dos 16 setores pesquisados. Destaque, pelo impacto no agregado, para as indústrias de Máquinas e equipamentos (-6,7%), Veículos automotores (-7,1%) e Produtos de metal (-8,0%). Por outro lado, os setores de Bebidas (+1,7%), Tabaco (+1,6%), Máquinas, aparelhos e materiais elétricos (+3,0%) e Móveis (+4,5%) foram os únicos que registraram crescimento.

Índice de desempenho industrial do RS – Setorial

(Variação jan-nov 2023/22 – %)



Fonte: UEE/FIERGS.

Os resultados da pesquisa Indicadores Industriais do RS de novembro confirmaram, além da volatilidade, a queda da atividade que a sondagem de opinião empresarial da FIERGS e a produção industrial do IBGE já tinham adiantado.

O ano de 2023 vai terminando e, na ausência de mudanças no cenário econômico, ainda não

há sinais de que o setor possa se recuperar no curto prazo. A incerteza permanece elevada, os juros, em que pese a redução em curso, ainda está no campo contracionista e a confiança dos empresários segue em níveis muito baixos, elementos que afetam, principalmente, as decisões de investimentos. Os fenômenos climáticos que atingiram o Estado também ajudam a explicar o desempenho negativo.

DADOS E PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA BRASILEIRA

	2020	2021	2022	2023	2024*
Produto Interno Bruto Real (% a.a.)¹					
Agropecuária	4,2	0,0	-1,7	14,5	0,5
Indústria	-3,0	5,0	1,6	1,2	1,3
Serviços	-3,7	4,8	4,2	2,0	1,7
Total	-3,3	4,8	2,9	2,8	1,5
Produto Interno Bruto Real (Em trilhões correntes)					
Em R\$	7,610	9,012	9,915	10,662	11,265
Em US\$ ²	1,476	1,670	1,920	2,131	2,251
Inflação (% a.a.)					
IGP-M	23,1	17,8	5,5	-3,2	4,0
INPC	5,4	10,2	5,9	3,7	4,1
IPCA	4,5	10,1	5,8	4,6	4,1
Produção Física Industrial (% a.a.)					
Extrativa Mineral	-3,4	1,0	-3,2	6,1	1,7
Transformação	-4,6	4,3	-0,4	-1,0	1,1
Indústria Total³	-4,5	3,9	-0,7	0,3	1,4
Empregos Gerados – Mercado Formal (Mil vínculos)					
Agropecuária	37	146	64	48	30
Indústria	149	719	442	359	221
Indústria de Transformação	48	439	215	177	109
Construção	97	245	193	160	99
Extrativa e SIUP ⁴	3	36	35	22	13
Serviços	-378	1.912	1.515	1.148	706
Total	-193	2.778	2.021	1.555	956
Taxa de desemprego (%)					
Fim do ano	14,2	11,1	7,9	7,5	7,6
Média do ano	13,8	9,3	9,3	8,0	7,9
Setor Externo (US\$ bilhões)					
Exportações	209,2	280,8	334,2	334,9	336,8
Importações	158,8	219,4	272,7	242,2	241,6
Balança Comercial	50,4	61,4	61,5	92,7	95,2
Moeda e Juros					
Meta da taxa Selic – Fim do ano (% a.a.)	2,00	9,25	13,75	11,75	9,50
Taxa de Câmbio – Final do período (R\$/US\$)	5,20	5,58	5,22	4,84	5,08
Setor Público (% do PIB)					
Resultado Primário	-9,2	0,7	1,3	-1,1	-1,2
Juros Nominais	-4,1	-5,0	-5,9	-6,1	-6,3
Resultado Nominal	-13,3	-4,3	-4,6	-7,3	-7,5
Dívida Líquida do Setor Público	61,4	55,8	57,1	60,5	64,5
Dívida Bruta do Governo Geral	86,9	78,3	72,9	74,9	79,2

Fontes: IBGE, BCB, FGV, ME, MTP, STN. * Projeções da Unidade de Estudos Econômicos – FIERGS. 1 O PIB Total é projetado a preços de mercado; os PIBs Setoriais são projetados a valor adicionado. 2 Taxa de câmbio média anual utilizada para o cálculo e IPCA utilizado como inflação. 3 Não considera a Construção Civil e o SIUP. 4 SIUP = Serviços Industriais de Utilidade Pública.

DADOS E PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA GAÚCHA

	2020	2021	2022	2023	2024*
Produto Interno Bruto Real (% a.a.)¹					
Agropecuária	-29,6	53,0	-45,6	23,5	37,1
Indústria	-6,1	8,1	1,9	-4,5	1,8
Serviços	-5,0	4,4	3,6	2,2	1,5
Total	-7,2	9,3	-5,2	2,5	4,7
Produto Interno Bruto Real (Em bilhões correntes)					
Em R\$	470,942	581,284	594,055	636,916	694,192
Em US\$ ²	91,317	107,747	115,018	127,314	138,732
Empregos Gerados – Mercado Formal (Mil vínculos)					
Agropecuária	1	7	3	1	1
Indústria	0	47	29	-5	6
Indústria de Transformação	0	43	22	-3	5
Construção	0	5	7	-1	1
Extrativa e SIUP ³	0	-1	0	0	0
Serviços	-43	90	68	46	14
Total	-42	144	100	41	21
Taxa de desemprego (%)					
Fim do ano	8,6	8,1	4,6	5,0	5,0
Média do ano	9,3	8,7	6,1	5,3	5,2
Setor Externo (US\$ bilhões)					
Exportações	14,1	21,1	22,6	22,3	23,0
Indústria de Transformação	10,4	14,1	17,5	16,5	17,1
Importações	7,6	11,7	16,0	14,4	15,4
Balança Comercial	6,5	9,4	6,6	7,9	7,6
Arrecadação de ICMS (R\$ bilhões)					
	36,2	45,7	43,3	44,7	46,8
Indicadores Industriais (% a.a.)					
Faturamento real	-3,1	8,9	5,9	-6,8	2,1
Compras industriais	-5,5	31,2	-0,5	-14,8	7,5
Utilização da capacidade instalada (em p.p.)	-4,5	5,7	-0,7	-4,2	1,0
Massa salarial real	-9,0	5,3	10,9	2,7	0,6
Emprego	-1,9	6,7	5,9	-0,8	0,2
Horas trabalhadas na produção	-5,5	15,2	8,4	-2,4	1,5
Índice de Desempenho Industrial – IDI/RS	-4,7	12,9	4,1	-4,7	2,8
Produção Física Industrial⁴ (% a.a.)					
	-5,5	9,0	1,1	-4,4	2,3

Fontes: DEE/Seplag-RS, IBGE, BCB, ME, MTP, SEFAZ-RS, UEE/FIERGS. * Projeções da Unidade de Estudos Econômicos – FIERGS. 1 O PIB Total é projetado a preços de mercado; os PIBs Setoriais são projetados a valor adicionado. 2 Taxa de câmbio média anual utilizada para o cálculo e IPCA utilizado como inflação. 3 SIUP = Serviços Industriais de Utilidade Pública. 4 Não considera a Construção Civil e o SIUP.

Informações sobre as atualizações das projeções:

Economia Brasileira: Não houve alterações nas projeções.

Economia Gaúcha: Não houve alterações nas projeções.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista desta Federação. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Unidade de Estudos Econômicos

Contatos: (51) 3347-8731 | economia@fiergs.org.br

Observatório da Indústria do Rio Grande do Sul | <https://observatoriodaindustriars.org.br/>