

Na semana passada havíamos salientado a importância da relação entre as expectativas de alta dos juros nos EUA e a desvalorização do Real por aqui. Entretanto, apesar do Dólar ter rompido a “barreira psicológica” dos R\$ 3,50, naquela ocasião, optamos por falar de outro assunto, uma vez que já nos debruçamos sobre a questão cambial em Opiniões recentes. O problema do câmbio é que ele é aquela variável que mais atíça o imaginário dos agentes econômicos, sendo uma medida de se as coisas vão bem ou não nos mercados. Portanto, como durante a semana a moeda americana flertou mais com o novo nível de R\$ 3,55, do que com os R\$ 3,50, que já havia causado certa comoção na semana anterior, vamos usar esse Opinião para retomar esse tema, tentando abordá-lo de uma forma diferente, mas chegando as mesmas conclusões.

Podemos começar a discussão recorrendo a várias frases famosas sobre, como é “fácil” projetar patamares de câmbio. Segundo Edmar Bacha, “O Câmbio foi inventado por Deus para humilhar os economistas”, outra frase boa, cuja autoria é desconhecida, é de que, “As projeções do câmbio são o cemitério dos economistas”, temos também um estudo do ex-economista chefe do FMI, Kenneth Rogoff que, após analisar os mais variados modelos de previsão do câmbio, chegou à conclusão de que, a melhor previsão para a cotação de uma moeda hoje, seria o seu preço ontem!

Isso acontece devido a característica peculiar do Dólar, que além de ser uma medida de preço relativo, como qualquer moeda, também é reserva de valor. No primeiro caso, o que importa são os fundamentos da economia e isso é o que vale, por exemplo, para a relação entre Dólar e Euro. Por isso, quando tentamos projetar a relação entre essas duas moedas, o que temos que olhar é o diferencial de crescimento, momento do ciclo de política monetária, resultados das contas externas e etc. Exatamente por isso, ao analisarmos as implicações da recente perda de fôlego da economia europeia no último Opinião, salientamos que um dos reflexos disso sobre os mercados seria uma desvalorização da moeda europeia frente à americana: *“A conclusão final é que o Euro estaria mais para voltar aos níveis de USD 1,15, vistos em meados do ano*

passado, do que dos USD 1,25 do início do ano. A velocidade desse ajuste dependerá dos resultados mais fracos de atividade na ZE e/ou de números mais fortes de inflação nos EUA”.

Entretanto, esse não seria o único “chapéu” do Dólar. Como reserva de valor, em qualquer momento de aumento da volatilidade externa, temos uma tendência de apreciação da moeda americana, mesmo quando a fonte de volatilidade vem da própria economia dos EUA. Um exemplo clássico dessa situação incongruente aconteceu em 5 de agosto de 2011. Naquela época, existia uma batalha no Congresso americano a respeito da renovação do teto da dívida e, por conta do impasse fiscal que essa discussão gerou, a agência de rating S&P rebaixou, pela primeira vez na história, a nota da dívida americana de AAA para AA+. O normal, em uma situação dessas, era a moeda do país perder valor contra a maioria dos seus pares, mas o Dólar não pode ser considerado “normal”. Quando comparamos com o Euro, por exemplo, isso realmente se verificou, com a moeda europeia subindo algo próximo de 1,00% nos dias que se seguiram à notícia, entretanto, esse movimento não foi o mesmo quando comparamos com as moedas emergentes. Considerando o EMCI¹ do JP Morgan, uma cesta de moedas emergentes frente ao Dólar², tivemos uma queda de 1,60% no mesmo período. Esse tipo de movimento ligado à função da moeda americana de reserva de valor pode estar ligado tanto ao aumento do risco externo em geral, quanto do interno em particular. No último caso, podemos voltar à época do vazamento do áudio de Joesley Batista com o presidente Michel Temer, em maio de 2017. No dia que se seguiu a divulgação, tivemos uma desvalorização do Real de 7,50% frente à moeda americana, enquanto que o Dólar perdia 0,92% do seu valor frente ao Euro, ou seja, um aumento do risco interno, gerou uma desvalorização forte da

¹ Emerging Market Currency Index;

² As moedas que compõem o EMCI são: Lira Turca, Rublo Russo, Florin Húngaro, Rand Sul-Africano, Real, Peso Mexicano, Peso Chileno, Yuan Chinês, Rúpia Indiana e Dólar de Cingapura;

moeda brasileira, não porque os fundamentos da economia brasileira pioraram frente à americana, mas porque os perigos associados a primeira aumentaram.

Posto isso, temos uma boa e uma má notícia. A despeito dos nossos problemas conhecidos, o movimento recente não é culpa nossa, essa é a boa notícia. A má, por outro lado, é que pouco temos a fazer para reverter esse movimento. Podemos comprovar essa teoria de duas formas diferentes. Uma é fazendo a mesma comparação que foi feita no parágrafo anterior. Lá notamos que o evento Joesley Batista fez o Real se comportar na direção oposta à do Euro no que tange ao seu preço frente ao Dólar, o que indicava que o problema era nosso. Fazendo o mesmo exercício para os últimos 30 dias, notamos que, enquanto a moeda brasileira perdeu 5,8% do seu valor, o Euro perdia 3,2%. Ou seja, apesar da magnitude ser diferente, o sentido do movimento é o mesmo, mostrando que a raiz do problema não se encontra aqui dentro.

Outra forma de se chegar a mesma conclusão é que, enquanto tivemos uma variação expressiva do câmbio aqui dentro, o risco país medido pelo CDS passou boa parte do período estável ao redor dos 170 pontos. A piora mais expressiva ocorreu na última semana, quando chegou a 190 pontos. Mas o que aconteceu por aqui que justificasse essa piora da percepção do risco Brasil? Aparentemente nada, a não ser que somos um país emergente cercado por outros países emergentes que têm problemas específicos, como o México, a Turquia e a Argentina. Se entre os 170 pontos de boa parte do mês de abril, com os 190 pontos do início de maio, tivemos uma piora de 10% no CDS brasileiro, no mesmo período, o risco mexicano piorou mais de 14%, o da Turquia 13% e o da Argentina 22%. Do mesmo modo, quando voltamos EMCI JP Morgan, na última semana observamos que a cesta de moedas emergente perdeu 4,3%. Ou seja, nos parece ser, mais uma vez, o caso de estar no lugar errado na hora errada, e não o despertar do mercado para os problemas fiscais/políticos brasileiros.

Em um cenário em que pouco podemos fazer para reverter o quadro atual, o que nos resta é tentar verificar até onde pode ir o movimento externo. Do ponto de vista da questão da economia americana e a raiz principal do movimento, acreditamos que boa parte do ajuste já foi feito no curto prazo. Ou seja, a surpresa com um possível repique inflacionário que leve o FED a ter que elevar os juros, mais do que as 3 altas indicada por ele em março, já foram, em grande parte, incorporadas aos preços. Entretanto, nas próximas semanas, teremos mais um dado importante de inflação nos EUA (o CPI no dia 10/05, 5ª feira) e a Ata da última reunião do FOMC (no dia 23/05), que podem trazer mais uma rodada de piora aos mercados. Já na questão dos emergentes, as emoções deverão ser mais intensas. Assim como nós, o México e a Turquia terão eleições nos próximos meses. No caso mexicano, o pleito será no dia 1 de julho e o favorito para ganhar é Lopes Obrador, que podemos qualificar como um Lula antes da “Carta aos Brasileiros”. Portanto, todas as pesquisas eleitorais divulgadas até lá poderão mexer com os nervos dos mercados. Isso sem contar a questão do Nafta, que se não for resolvida até lá, dificilmente o será em um governo de Lopes Obrador. No caso turco, as eleições serão antes, 24 de junho, e, apesar do favorito não ser uma novidade, o atual presidente Recep Erdogan, a “satisfação” do mercado com isso pode ser considerada a mesma que no caso mexicano. Por fim, na Argentina, o que podemos dizer é que as medidas tomadas por lá estão na direção correta, mas se vai dar certo ou não, vai depender de uma certa estabilidade externa e dos mercados acreditarem no Governo argentino. Ou seja, “cada dia com a sua agonia”.

A conclusão a que chegamos é que, se não nos parece que haverá uma nova rodada de desvalorização que leve o Dólar a romper os R\$ 3,60 nos próximos dias, tampouco temos motivos para esperar uma reversão dos níveis atuais. Além das questões fundamentais supracitadas e dos riscos elencados, temos sempre que nos lembrar que Donald Trump tem

um smartphone, uma conta no Twitter e assiste à Fox News quando acorda. Por outro lado, os riscos internos deverão ficar em banho-maria até a definição das chapas presidenciais no final de julho, início de agosto, quando deverão, definitivamente, começar a entrar nos preços. As ressalvas que podemos fazer seriam uma pesquisa eleitoral totalmente inesperada e/ou a libertação de Lula até lá.

Se não devemos ter esperanças de uma reversão da recente desvalorização do Dólar no curto prazo, tampouco temos porque nos preocupar com os reflexos dela na política monetária. O impacto mais visível da variação cambial sobre as variáveis econômicas brasileira se dá, sempre, através da inflação. Segundo um estudo específico sobre o tema publicado em um box do Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de março³, o BCB estimou que, a cada 10% de desvalorização, temos uma alta adicional da inflação de 0,9 p.p. em 12 meses, boa parte desta se verificando nos primeiros dois trimestres. Portanto, se considerarmos que entre os R\$ 3,30 do início de abril e os R\$ 3,50 atuais, teríamos uma desvalorização ao redor de 6%, o impacto sobre o IPCA, até o final do ano, seria de algo próximo a 0,5 p.p.. Isso seria preocupante? Poderia alterar a perspectiva de corte de juros na próxima reunião do COPOM? A resposta é não para ambas as perguntas. No primeiro caso, antes da desvalorização estávamos com o “dedo no gatilho” para rever a nossa projeção de 3,8% para 3,2%, decidimos anunciar 3,5% e, agora, voltamos para os 3,8% originais. Ou seja, nada que possa colocar em risco o cumprimento da meta de 4,5% para a inflação em 2018. A nosso ver, talvez o maior risco para a economia brasileira viria não da inflação, mas de uma perda adicional do dinamismo da recuperação econômica. Como dissemos anteriormente, o Dólar é visto como um termômetro dos riscos econômicos. Então, se este está em alta, significa que o risco está crescendo e,

³ <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/03/ri201803b10p.pdf>;

consequentemente, é hora de ficar mais conservador no consumo e/ou no investimento. Por enquanto, não revimos a nossa projeção de crescimento do PIB para 2018 dos atuais 2,8%, apenas porque estamos esperando a divulgação do 1º trimestre do ano em junho, mas, certamente a revisaremos para algo entre 2,0% e 2,5%. Já no caso da política monetária, com a combinação de um nível de inflação ainda confortavelmente abaixo do centro da meta para o ano e uma revisão para baixo do crescimento econômico, temos mantidas as condições para uma nova redução dos juros em 0,25 p.p. na reunião do COPOM de maio (16/05). Para além disso, o aumento das incertezas, associado a esse movimento cambial, também reforça a indicação original do BCB, de que vai pausar o afrouxamento monetário em junho (20/06) para ver o que acontece.

O fato de estarmos vendo movimentos relevantes no câmbio e, ao mesmo tempo, estarmos despreocupados com os impactos deletérios desse movimento sobre a inflação e a política monetária, mostra a solidez dos fundamentos da economia brasileira e a necessidade dos ajustes fiscais para consolidar esse momento. O risco é darmos razão a Roberto Campos, que dizia que “O Brasil não perde oportunidades de perder oportunidades”.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	3.8	4.1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3.5	3.6
Selic (eop %)	6.25	7.5
PIB (%)	2.8	2.5

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.