

*“Todos os caminhos levam a Roma”*. Essa frase cunhada há mais de 1.000 anos parece perfeita para explicar as discussões a respeito do nível de câmbio: ele está caro? Qual seria o nível de equilíbrio? Tem teto? Tentando responder a essas perguntas, vamos usar o Opinião de hoje para mostrar que todos os assuntos que discutimos nas últimas semanas, acabam desaguando nas respostas com relação ao nível atual do Dólar.

Para começar o assunto, vamos utilizar o excelente artigo do professor Afonso Pastore publicado no jornal O Estado de São Paulo do dia 02 de fevereiro, com o sugestivo título de *“A Dualidade do Câmbio”*. Após fazer uma comparação entre a dualidade encontrada no câmbio com aquela verificada com a luz, Pastore chega a seguinte conclusão: *“Há no câmbio uma dualidade: taxa cambial pode ser, ao mesmo tempo, um preço relativo e um ativo financeiro, o que levou o professor Kenneth Rogoff a classifica-la como um “preço esquizofrênico””*. Mas o que isso quer dizer na prática? Quer dizer que, por ser multifacetado, o câmbio acaba sendo influenciado por uma miríade de variáveis que vão, desde das mais subjetivas, como as expectativas, até as mais concretas, como o crescimento da economia.

A questão expectacional está diretamente ligada à *“face”* de ativo financeiro do câmbio e tem relação direta com os movimentos de aversão ao risco no mercado internacional. Como o Real é uma moeda emergente, não diretamente conversível e, conseqüentemente, com uma volatilidade muito elevada, mesmo consideradas as demais moedas consideradas arriscadas, a cada movimento de estresse no mercado internacional ela é uma das que mais sofre. Para ver como essa relação afeta a moeda brasileira, basta ver que nos últimos 12 meses o Real é a 3ª moeda mais volátil dentro da classe dos países emergentes, segundo a Bloomberg, ao mesmo tempo em que é a 2ª mais desvalorizada no mesmo período<sup>1</sup>. Portanto, se considerarmos que essa relação não é espúria, a conclusão que nos vem à cabeça é que, a cada momento de estresse no mundo, o Real será uma das moedas que mais vai sofrer. Se

---

<sup>1</sup> Em ambos os casos tiramos o Peso Argentino da comparação;

essa conclusão estiver correta, temos aqui o primeiro motivo para que a moeda brasileira esteja pressionada nos desde o início do ano. Como já discutido em Opiniões anteriores, o que não faltou desde o fim de 2019 foi motivo para estresse, sejam locais, sejam internacionais. Lá fora tivemos o assassinato do general iraniano pelos EUA no início de janeiro e a questão do Coronavírus que, se iniciou na virada de janeiro para fevereiro, e ainda deve nos acompanhar por mais algumas semanas. Colocando isso em números, podemos ver que o VIX, um conhecido indicador de aversão ao risco internacional, passou de níveis próximos de 12,50 pontos na virada do ano para 16,74 pontos hoje, tendo atingido picos ao redor de 19,00 pontos, na virada de janeiro para fevereiro. No mesmo período, o Real passou de R\$ 4,02 para R\$ 4,40, a segunda pior performance entre as moedas emergentes, no mesmo período. Portanto, juntando o aumento da volatilidade externa com característica arriscada da moeda brasileira, já temos uma boa justificativa para o patamar mais depreciado do Real, vis-à-vis o que os modelos estruturais indicariam. Entretanto, não é só isso que explica o atual patamar.

Para completar a história, temos que ir para a outra “face” do câmbio: preço relativo. Segundo a definição microeconômica, os preços relativos nada mais são do que os preços dos bens em relações aos demais. Ou seja, o que chamamos comumente aqui no Brasil de câmbio seria o preço relativo da moeda brasileira com relação à americana. Dando um passo adiante, para chegar a qual seria o valor “justo” desse preço, temos que comparar variáveis relevantes entre as duas economias, a brasileira e a americana. Dentro desse rol, poderíamos listar o crescimento, os juros básicos e a inflação. Exemplificando, tudo mais constante, quanto maior for a expectativa de crescimento da economia brasileira, vis-à-vis a americana, temos uma tendência de valorização do Real frente ao Dólar e vice-versa. Da mesma forma, poderíamos estender essa análise tanto para os juros, quanto para a inflação.

Por esse lado também tivemos vários episódios que justificariam um câmbio mais desvalorizado. Os dados do crescimento brasileiro no final de 2019 frustraram boa parte dos analistas, nós incluídos. Como explicitado no Opinião da semana passada, os resultados abaixo do esperado no último trimestre do ano, não só nos levaram a reduzir as projeções para 2019 de 1,2% para 1,1%, como também contribuíram para a revisão de 2020 de 2,3% para 2,0%. Ao mesmo tempo, a economia americana mostrou resultados acima do esperado. Seguindo o que foi discutido acima, crescimento para baixo por aqui, associado com nível de atividade forte por lá, significa Real mais desvalorizado frente ao Dólar. Importante salientar que esse movimento ocorre nas duas direções e, hoje, tivemos um exemplo importante disso. O Dólar passou praticamente a manhã inteira operando acima dos R\$ 4,40, devido ao aumento da aversão ao risco com o aumento dos casos de coronavírus fora da China. Entretanto, às 11h45, foi divulgado o índice de gerentes de compras (PMI na sua sigla em inglês) nos EUA que veio muito pior do que o esperado, demonstrando uma surpreendente fraqueza da economia americana. Ato contínuo, o Dólar entrou em uma tendência de queda, alcançando o seu mínimo do dia às 12h20, cotado a R\$ 4,37.

Citamos também os juros e a inflação separadamente como variáveis importantes para a definição do câmbio, mas poderíamos trata-los juntos, uma vez que é a inflação que define a expectativa a respeito da postura da política monetária: mais restritiva (alta de juros) ou mais expansionista (queda de juros). Se considerarmos os juros como o preço da moeda, tudo mais constante, uma inflação mais alta, leva a expectativa de uma política monetária mais conservadora, elevando o preço esperado da moeda e, conseqüentemente, levando a sua valorização. Dessa forma, como a expectativa com relação à política monetária nos EUA é de manutenção dos juros nos patamares atuais por um longo período de tempo e, por aqui,

ainda há dúvidas com relação ao espaço para novas reduções, tivemos mais uma pressão para desvalorizar a moeda brasileira.

Obviamente que, no fim, tudo se resume ao fluxo, ou seja, a relação entre a oferta e a demanda das moedas. Tanto que a melhor resposta para a pergunta “por que a Real desvalorizou hoje?”, seria “porque tem mais gente querendo vender do que gente querendo comprar”. Entretanto, essas questões que levam em consideração, tanto os aspectos do câmbio como um ativo, como aqueles ligados a ele como preço relativo, ajudam a explicar “por que tem mais gente querendo vender do que gente querendo comprar?”, no fim, a pergunta correta.

A tentativa de prever o câmbio, normalmente acaba em frustração, tanto que Edmar Bacha, um dos “pais” do Plano Real, chegou a dizer que “o câmbio foi criado por Deus para dar humildade aos economistas”. Entretanto, se não dá para “cravar” o valor, podemos chegar a valores que fariam sentido do ponto de vista estrutural e, atrelar os movimentos esperados, a determinados eventos. No primeiro caso, os nossos modelos indicariam que o nível esperado para a moeda americana, segundo os fundamentos econômicos, deveria ser algo em torno de R\$ 4,15. Ou seja, atualmente o Real estaria 6% mais desvalorizado que deveria estar frente aos fundamentos da economia brasileira. Significa que então que devemos esperar que o Dólar convirja para esse patamar? Não necessariamente. Dependerá das notícias e os impactos que elas terão sobre as questões expectationais e sobre as variáveis “concretas”.

Como temos a “humildade” de Edmar Bacha e acreditamos na frase de Millor Fernandes (“quem sabe tudo é porque anda muito mal informado”), ao invés de dizer qual a trajetória que esperamos para o câmbio, vamos dizer quais os fatores que achamos necessários para que o

Dólar saia dos níveis atuais e se aproxime dos R\$ 4,15 que os nossos modelos projetam como “justo”, o que continue a sua trajetória de apreciação frente ao Real.

No cenário externo, o principal ponto a ser monitorado será o coronavírus, principalmente notícias a respeito do aumento do número de casos fora da China e da retomada da produção industrial chinesa, interrompida pela pandemia. Qualquer aumento dos casos em outros países que não a China, trará tensão aos mercados, como aconteceu hoje, com o aumento dos infectados na Coreia do Sul e na China. Já uma retomada mais rápida da produção chinesa reduzirá o medo de uma desaceleração sincronizada do crescimento mundial, tendendo a valorizar a moeda brasileira que é muito ligada ao preço das commodities que se beneficiariam dessa notícia.

Já aqui dentro, a despeito da volatilidade política não ajudar, as notícias mais relevantes dizem respeito ao andamento das reformas no Congresso e a situação do ministro da Economia, Paulo Guedes, fiador da agenda liberal do governo Bolsonaro. Problemas com o primeiro e/ou focos com relação ao último, como tivemos hoje, tendem a fazer o Real perder força. Como o oposto é verdadeiro, temos que ficar de olho na aprovação da independência do BCB, no andamento da PEC emergencial e nas discussões a respeito da Reforma Tributária. Com relação às variáveis “concretas”, os números da atividade econômica por aqui serão decisivos. Números que surpreendam para baixo tendem a desvalorizar o câmbio, assim como surpresas positivas devem levar ao fortalecimento do Real. A inflação também terá o seu papel nos movimentos do câmbio, mas não os índices “cheios”, e sim os chamados “núcleos”, que seriam a ligação mais crível entre a ociosidade da economia e a inflação. Queda desses “núcleos”, como as que temos visto desde o início do ano, levam o mercado a apostar em novas reduções nos juros e, conseqüentemente a um

Real mais desvalorizado. Ou seja, o R\$ 4,15 supracitado como um valor “justo” para o Dólar do ponto de vista dos fundamentos da economia brasileira devem servir apenas como um parâmetro para saber se o acúmulo de notícias ruins supera o de notícias boas, como estamos vendo agora. Dessa forma, não devemos esperar que a moeda brasileira alcance esse patamar apenas pelo poder da “gravidade”.

Impossível esgotar o tema, mesmo que, ao invés de um texto semanal estivéssemos escrevendo um livro. Entretanto, acreditamos que os fatores que listamos ao longo desse Opinião como sendo importantes para entender os movimentos do câmbio, são mais úteis do que tentar cravar uma trajetória para a relação Dólar/Real, ou como diria Aristóteles: *“Não podemos desatar um nó sem saber como ele foi feito”*.

<b>Projeção</b>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>IPCA (%)</b>	<b>4,31</b>	<b>3,20</b>	<b>3,75</b>
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	<b>4,02</b>	<b>4,21</b>	<b>4,37</b>
<b>Selic (eop %)</b>	<b>4,50</b>	<b>4,25</b>	<b>5,50</b>
<b>PIB (%)</b>	<b>1,10</b>	<b>2,00</b>	<b>2,80</b>

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.