

31/03/2022 10:00:32 - TOP NEWS

12. ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: ONDE ESTAMOS E PARA ONDE VAMOS NO CÂMBIO



Quando se discute câmbio sempre é prudente citar aquele conhecido ditado: "o câmbio é uma variável que Deus criou para ensinar humildade aos macroeconomistas".

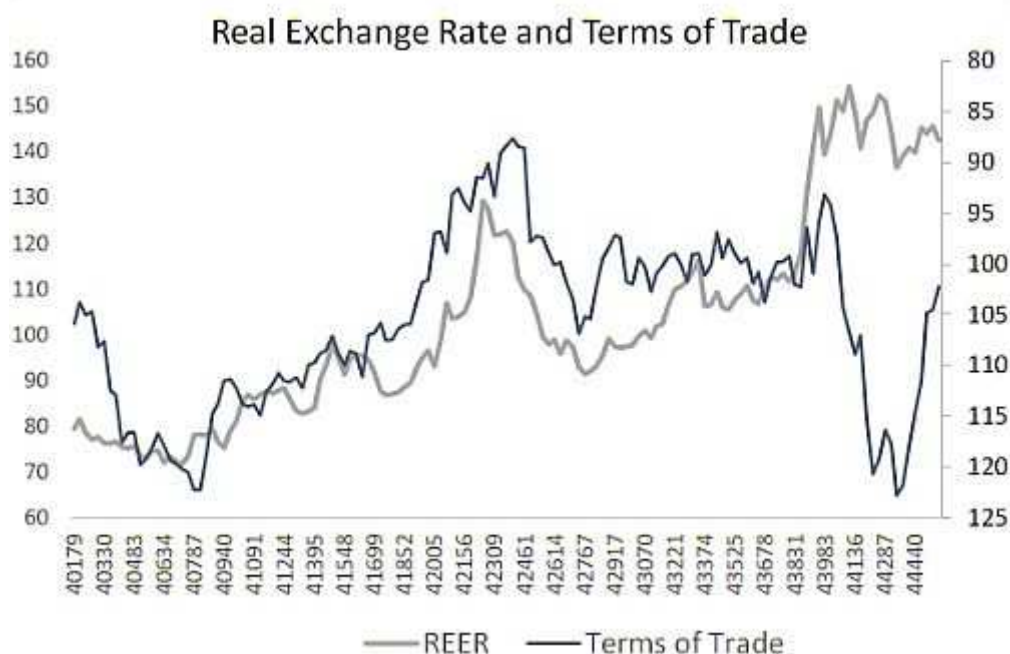
No ano passado, 9 em cada 8 economistas ortodoxos achavam que o câmbio estava pelo menos 20% depreciado e nem mesmo a Fiesp estava mais reclamando, que o nível do câmbio estava atrapalhando a indústria brasileira. Na atual conjuntura de um sangrento conflito no Leste da Europa e no início na normalização da política monetária nos EUA, quando seria previsível enfraquecimento da moeda doméstica, o real só faz apreciar. Nesse artigo, traço alguns cenários para o câmbio nominal e para o câmbio real nos próximos anos.

A variável mais relevante para se determinar o preço da moeda doméstica são os termos de troca. Como observado no gráfico abaixo, quando há aumento das commodities, o real se fortalece, devido ao fato do Brasil ser exportador desses produtos. Porém, mesmo as commodities tendo subido significativamente no ano passado, houve, mesmo assim, uma depreciação do câmbio nominal de cerca de 9%. Segundo o índice de commodities medido pelo BCB, IC-BR, essa variável subiu mais de 100%, tanto em dólar como em reais desde abril de 2020 até fevereiro de 2022.

O gráfico mostra que o câmbio real desvalorizou fortemente nos primeiros meses da pandemia e ficou praticamente parado no segundo semestre de 2020 e por quase todo o ano de 2021. Em 2020, o forte corte nos juros e aumento das despesas públicas para atenuar os efeitos da pandemia provocaram forte saída de divisas. Os investimentos em portfólio, no segundo semestre de 2020, somaram saída de quase 3% do PIB. O fato de ter afrouxadas conjuntamente as políticas fiscais e monetária tornaram o Brasil pouco atraente numa consideração risco/retorno. A combinação dos gastos públicos em 26% do PIB e a Selic em 2% enfraqueceu a moeda e elevou a parte longa da estrutura a termo da taxa de juros.

31/Mar/2022 11:37

Já em 2021, a discussão sobre o orçamento e como seria pago o Auxílio Brasil minou a credibilidade do teto dos gastos e não permitiu a apreciação do câmbio mesmo numa conjuntura de forte aumento das commodities e elevação das receitas tributárias e melhores números fiscais. Interessante observar que países, que tem forte componente de commodities como a Chile (10%) e Colômbia (14%), apresentaram depreciações semelhantes em 2021.



A partir de janeiro de 2022, o câmbio nominal começou a se fortalecer rapidamente, e já mostra apreciação de cerca de 15% desde o início do ano, muito superior a outros países emergentes. Mesmo países que também exportam commodities, como Chile (2,5%) e Colômbia (7,5%), têm apresentado apreciações do câmbio bem mais comedidas.

A razão é a grande entrada de recursos estrangeiros para a bolsa de valores. No acumulado de 2022 até o dia 28 de março, o capital externo soma entrada de R\$ 87,986 bilhões, segundo a B3, com a Bolsa subindo cerca 14,50% no ano até 30 de março. A realocação de fundos vindos da China e da Rússia para a bolsa brasileira explicam essa forte entrada de capital.

A saída dos capitais da Rússia é por motivos óbvios e da China devido ao aumento da regulação, problemas no setor imobiliário e risco de desaceleração do crescimento. O ingresso de estrangeiros na Bolsa foi similar à saída de investidores institucionais domésticos para a renda fixa.

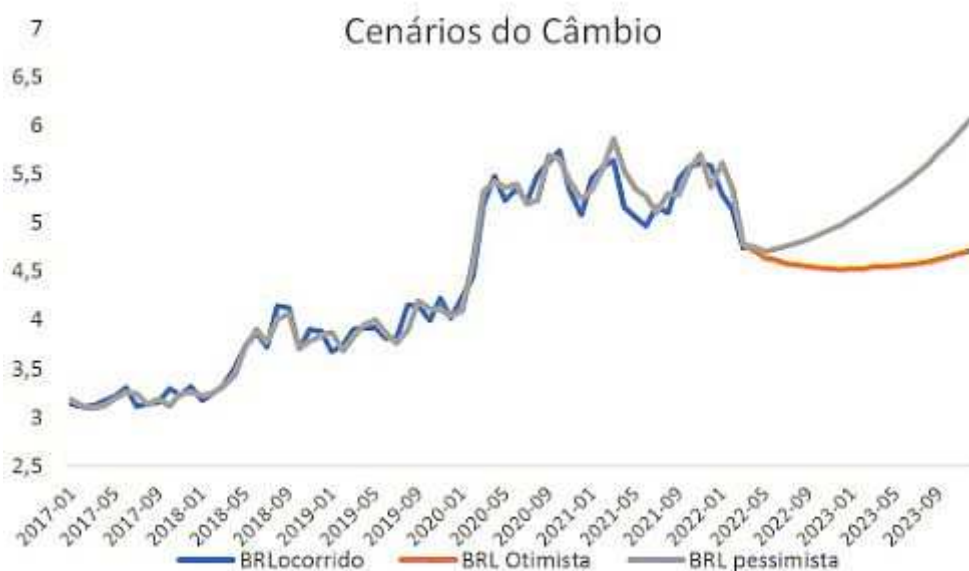
Uma questão relevante é saber se o nível de R\$ 4,70 já coloca novamente o câmbio real no equilíbrio de longo prazo. Obviamente é necessário hipóteses heroicas sobre o futuro das variáveis, que explicam o câmbio real. Interessante notar que os termos de troca caíram fortemente no final de 2021 devido à correção do minério de ferro, que não entra nos principais índices de commodities como o CRB. Portanto, supondo que os termos de troca voltem para a média histórica no final de 2024, os juros reais caíam para 3,5% no mesmo período e o risco Brasil (CDS-5 anos) se estabilize em 220, o câmbio de equilíbrio medido em dólar seria ao redor de 4,20. Portanto, dadas essas premissas, ainda há espaço para fortalecimento da moeda doméstica.

Já o modelo para o câmbio nominal, em termos mensais, depende dos preços das commodities, CRB, do Risco Brasil, medido pelo CDS-5 anos, do dólar contra todas as outras moedas, DXY, e dos juros reais,

SWAPREAL360. O modelo é rodado em 1ª diferença do câmbio com o período iniciando em 2010 até fevereiro de 2022. O resultado obviamente é altamente dependente da cotação inicial do câmbio, não necessariamente convergindo no curto prazo para o câmbio real. Além disso, o modelo não contém nenhuma variável de equities, apenas de juros reais. Vamos supor que o CRB e o DXY fiquem constantes, sendo mais relevantes fazer simulações com o Risco Brasil e os juros reais.

O primeiro exercício é um cenário mais negativo, quando suponho que haja práticas populistas no próximo governo. Não é necessário estipular quais seriam as ações nem a ideologia política, apenas supor que haja enfraquecimento do paradigma fiscal, causando elevação do Risco Brasil para o patamar de 400 bps no final de 2023 e que os juros reais se mantivessem em cerca de 5% no mesmo período. Nesse caso, o real sairia dos atuais 4,75 depreciando continuamente em cerca de 30%, ficando ligeiramente acima de 6 no final do período.

Já num cenário mais benigno, onde o risco não é tanto afetado e retorna para 150 bps e o juros reais voltam para o patamar de 4% no final de 2023, o modelo apresenta um ligeira apreciação ao longo do período e fecha ao redor de 4,70 valor próximo ao observado atualmente. Segue a figura abaixo com o câmbio efetivo, a serie estimada pelo modelo com os dois cenários descritos acima.



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.