

## Câmbio

### Qual o cenário para o dólar?



Nossa estimativa para a taxa de câmbio de médio prazo é algo em torno de R\$ 3,40/R\$ 3,50. Entendemos que a moeda norte-americana deve manter a tendência estrutural de valorização. Temos recomendado a compra de dólares contra o real desde a marca de R\$ 1,90 e reiteramos a perspectiva em prol de um câmbio mais alto.

A combinação de necessidade de redução do programa de fornecimento de liquidez nos Estados Unidos a médio prazo com problemas crônicos da economia brasileira referenda a tese de desvalorização do real.

Obviamente, não se supõe, nem de perto, uma trajetória linear nessa tendência de alta para o dólar. A caminhada rumo ao intervalo de valores esperado, caso confirmada, será acompanhada de muita volatilidade e idas e vindas. Um overshooting (repique) – que ocorre quando um ativo passa do seu equilíbrio – pode levar o dólar a R\$ 4,00.

A tese passa necessariamente pelo monitoramento do balanço do banco central norte-americano. Estamos claramente numa situação extrema. O passivo do Fed marca mais de US\$ 4,5 trilhões. Eram US\$ 800 bilhões em 2008. Cedo ou tarde, precisaremos retirar os estímulos monetários e reduzir a farra de liquidez. Se em 1929 salvou-se a moeda em detrimento da economia, agora não pode marcar o salvamento da economia em detrimento da moeda. A contrapartida será a apreciação da moeda.

Teremos óbvia diminuição da liquidez internacional nos próximos trimestres e isso joga em favor do dólar, com implicações óbvias sobre o juro de 10 anos dos Treasuries e, por conseguinte, sobre o apreçamento de todos os demais ativos de risco. Em 2011, por exemplo, o yield das notas de 10 anos do Tesouro norte-americano era de 3,6%. O prognóstico é de que caminhemos para patamares mais próximos à média histórica conforme haja recrudescimento das condições de liquidez.

Como argumento a dinâmica de mercado empurra o rendimento dos Treasuries para cima, trazendo implicações importantes não somente para o real, mas basicamente sobre todas as moedas emergentes, como por exemplo moedas brasileira, indiana e russa.

O caso brasileiro, porém, é particularmente delicado. O real é uma moeda exótica. Enfrenta volatilidade mais alta e eventos raros (aqueles cujos retornos são superiores a dois desvios-padrão da média) com frequência superior ao usualmente observado.

Além disso, Brasil é proxy de commodities. No caso de confirmar-se a esperada recuperação da moeda norte-americana, as matérias-primas tenderiam a perder força, deteriorando os termos de troca por aqui.

Do ponto de vista macro, temos ao menos cinco fatores apontando para a fragilidade adicional da moeda doméstica:

- Inflação elevada: a alta dos preços tem rodado na casa de 8% ao ano. O nível de preços é o inverso do valor da moeda. Ou seja, inflação forte significa moeda fraca.
- O PIB cresce pouco: fechamos 2014 com crescimento 0,1% e o prognóstico para 2015 é de queda de 1%. Há um esgotamento do modelo de crescimento baseado em consumo. A demanda agregada caminhou muito à frente da oferta agregada. A recuperação passa necessariamente por maior vigor dos investimentos, e isso não é um fenômeno de curto prazo. Economia fraca significa moeda fraca.
- As contas públicas estão desequilibradas e sua recomposição tem se mostrado especialmente difícil, tanto pela fraqueza da receita num ambiente de recessão quanto pelas dificuldades de aprovar no Congresso novas medidas.
- O déficit em conta corrente só faz aumentar: o saldo negativo de transações com o exterior flerta com 5% do PIB e acende o sinal amarelo. Cada vez mais, estamos dependentes do Investimento Estrangeiro Direto, que é uma variável sensível às condições de liquidez internacional.

- Há dúvida quanto à manutenção do ritmo de intervenções do Banco Central brasileiro sobre o mercado de câmbio. A nova equipe econômica do governo acena para ajuste fiscal, desrepresamento de preços e menor nível de intervenções.

Em resumo, mantemos o prognóstico de valorização do dólar contra o real. Acompanharemos os desdobramentos da moeda diariamente, no Mercado em 5 Minutos, nossa newsletter sobre investimentos enviada todas as tardes aos nossos leitores

#### **Analistas Responsáveis**

Beatriz Nantes, CNPI

João Françaolin, CNPI

Felipe Miranda, CNPI

Roberto Altenhofen, CNPI

Gabriel Casonato, CNPI

Rodolfo Amstalden, CNPI\*

## **Disclosure**

Elaborado por analistas independentes da Empiricus, este relatório é de uso exclusivo de seu destinatário, não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de publicação. Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da Empiricus e os destinatários. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

Informações adicionais sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros aqui abordados podem ser obtidas mediante solicitação.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 17º da Instrução CVM nº 483/10, que:

+ As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

+ Os analistas são sócios e participam dos lucros da Iguatemi Gestão, que mantém em fundos e carteiras de valores mobiliários que administra ativos objeto de análise por parte da Empiricus Research, podendo daí resultar conflito de interesses.

\* O analista Rodolfo Amstalden é o responsável principal pelo conteúdo do relatório e pelo cumprimento do disposto no Art. 16, parágrafo único da Instrução ICVM 483/10.