

## Juro básico maior no Brasil impulsiona queda do dólar

**Câmbio** Dólar ainda tem espaço para cair no curto prazo, mas analistas veem moeda acima de R\$ 5 no fim do ano

# Juros altos levam mercado a esperar real mais apreciado

Victor Rezende  
De São Paulo

O recuo de 14,86% do dólar contra o real neste ano não deixa dúvidas de que o mercado tem colocado nos preços o expressivo diferencial de juros entre o Brasil e os Estados Unidos, que deve se manter em níveis elevados. Embora a Federal Reserve (Fed) tenha dado início a um processo de aperto monetário e agora indique uma possível aceleração do ritmo de aumento de juros, a Selic em dois dígitos e ainda em trajetória de alta garante ao câmbio a possibilidade de o real se manter em níveis mais valorizados no curto prazo — embora riscos a esse cenário permaneçam no radar.

No intervalo de apenas um ano, a Selic abandonou a mínima histórica de 2% e, agora, está em 11,75%. Ao mesmo tempo, em solo americano, os juros estão no intervalo entre 0,25% e 0,5%. E mesmo no universo dos juros reais a diferença da política monetária dos dois países se mostra bastante elevada. Enquanto o juro real esperado para um ano nos EUA está negativo em torno de 4%, a taxa real brasileira ostenta níveis em torno de 7%.

É com base nesse contexto que o real tem se valorizado. Os juros mais altos no Brasil têm favorecido estratégias em que os investidores captam no exterior, taxas mais baixas e aplicam dinheiro no país,

conhecidas como "carry trade". Somente na semana passada, o dólar recuou 5,37% em relação ao real e terminou o pregão de sexta-feira negociado a R\$ 4,7466, no menor nível desde 11 de março de 2020.

"Não posso dizer que estou surpreso. Estou esperando esse movimento desde o fim do ano passado", diz Gustavo Menezes, gestor macro da AZ Quest com foco em câmbio. Ele nota que, com a Selic em 2% em meados de 2020, o diferencial de juros estava "completamente deslocado". À medida que fazemos a normalização dos juros, não houve um efeito imediato porque a inflação subiu muito fortemente e, assim, não conseguimos praticar um juro real positivo. Agora, o ajuste está sendo feito e, olhando adiante, temos um juro real muito positivo.

Menezes nota que, mesmo que o cenário inflacionário permaneça desafiador, o juro real deve se manter em níveis elevados no Brasil, o que mantém a perspectiva de que a apreciação do câmbio pode ter ainda mais espaço à frente. "No mesmo tempo, o nosso par, o dólar, está com um juro real muito negativo, apesar da precificação de altas de juros na curva americana. É como se eles tivessem que controlar a inflação na realidade que nós vivemos no ano passado", diz.

A intensidade de apreciação do real tem surpreendido. Nas primeiras semanas do ano, o dólar chegou a

R\$ 5,7245. "É um movimento expressivo, que parecia represso. O câmbio andou bastante e ainda tem espaço para apreciar, mas talvez não na mesma magnitude. Por enquanto, não vemos espaço para [a queda do dólar] parar", diz.

De "patinho feio", o real passou a ser a moeda de destaque, ao mostrar desempenho mais forte do que a maioria das outras divisas de mercados emergentes. No acumulado do ano, o dólar acumula queda de 2,26% ante o peso mexicano; de 7,64% em relação ao peso colombiano; de 8,53% contra o peso chileno; e de 8,75% na comparação com o rand sul-africano.

"Os astros se alinharam e os fundamentos estão justificando o preço mais baixo. É um movimento bem grande e todos os fatores estão a favor", afirma Daniel Tatsumi, gestor de moedas da ACE Capital. Além do diferencial de juros, os preços das commodities, cuja alta se mostrou bastante expressiva, sobretudo após o início da guerra na Ucrânia, também vêm influenciando o recuo do dólar.

Além das commodities e dos juros a favor de um câmbio mais apreciado, o diferencial de crescimento começa a dar sinais mais positivos, o que dá apoio adicional à valorização do real. "Esperamos uma contração de cerca de 0,5% no PIB, mas revisamos e agora vemos um número mais próximo de [crescimento de] 1%. E, com o diferencial de juros, o movimento do câmbio tem mais para andar", afirma Tatsumi.

Avisão da ACE se traduz, inclusive, em posições compradas em dólar, apostas de que o dólar brasileira irá se valorizar adicionalmente. "Quando olhamos o que faria a moeda melhorar, temos um 'check' em tudo. Termos de troca, crescimento, diferencial de juros e até mesmo o fiscal, com uma apreciação super positiva".

Além disso, para prazos um pouco mais longos, economistas de mercado optam por um tom um pouco mais cauteloso quanto ao



Gustavo Menezes, da AZ Quest: Câmbio ainda tem espaço para apreciar

comportamento futuro do câmbio. No entanto, nos últimos dias, na esteira da visão mais positiva dos agentes do mercado com o real, as estimativas de câmbio também têm sofrido revisões.

O Itaú Unibanco, por exemplo, cortou sua projeção de taxa de câmbio média de R\$ 5,54 por dólar para R\$ 5,25 por dólar, ao esperar que a janela de apreciação do real dure mais tempo que o esperado anteriormente. Em relação ao fim do ano, o banco manteve inalterada a previsão de dólar a R\$ 5,50.

"O principal driver" é a Selic, que veio subindo ao longo de todo o ano passado e antes que a maior parte de outros emergentes. Isso, obviamente, ajuda a moeda a atrair fluxos de capitais para o Brasil. E o fluxo de dólares para o Brasil tem sido mais forte", observa a economista Julia Gottlieb, do Itaú.

Dados divulgados na sexta-feira pelo Banco Central mostram que, do início do ano até o 18 de março, o fluxo cambial registrou entrada líquida de US\$ 9,446 bilhões. O resultado já supera o saldo positivo de todo o ano de 2021 (US\$ 6,134 bilhões).

Os estrategistas Claudio Irigoyen e Christian Gonzalez Rojas, do Bank of America, mantêm vies "otimista" com o real, embora ressaltem que as discussões políticas podem afetar o comportamento do câmbio à medida que as eleições se aproximam. Os estrategistas esperam que o dólar encerre o primeiro semestre em R\$ 4,50 e que chegue ao ano em R\$ 5,25. Antes, a expectativa do BofA era de que a moeda americana poderia encerrar 2022 em R\$ 5,30.

No Bradesco BBI, a equipe chefiada por Dalton Gardimam passou a considerar um câmbio mais apreciado no fim do ano, mas com o dólar acima de R\$ 5. Os economistas dizem, em nota, que não descartam a continuação da forte tendência de queda da moeda

americana. Eles, porém, ressaltam que veem fraquezas "que podem se consolidar em um momento futuro de escolhas fiscais". O BBI reduziu sua projeção para o dólar no fim do ano de R\$ 5,50 para R\$ 5,20.

Além de fatores como o diferencial de juros e os termos de troca, o economista-chefe da JGP, Fernando Rocha, chama atenção para o fato de o universo dos mercados emergentes ser relativamente pequeno e ter se reduzido ainda mais. "Os mercados com profundidade são poucos."

Rocha lembra que o conflito atingiu em cheio o Leste Europeu e a Rússia e resalta que a Turquia tem enfrentado um ambiente difícil, com medidas de controle de capital. "O Brasil está fisicamente longe do conflito, é um produtor de alimentos, de minério de ferro e tem juro alto. Quanto tudo isso se junta, ficamos atrativos", diz.

Para ele, o fluxo é o que deve determinar a direção do câmbio. "A taxa de juros continuará alta pelo menos em todo o ano e o Brasil é um produtor de commodities. Pode ser que o fluxo continue e que o câmbio vá ainda mais para baixo", afirma. Para ele, o dólar pode cair a níveis entre R\$ 4,20 e R\$ 4,30 e depender do fluxo. "A remuneração está tão boa que começamos a andar nessa direção [de valorização do real]".

Rocha acredita que a intensidade do processo de aperto monetário do Fed também pode interferir na dinâmica do câmbio à frente. Além disso, cita um estudo interno da JGP de que, em geral, o dólar se enfraquece quando o Fed começa a subir juros e só começa a se fortalecer no fim do ciclo e, então, a renda fixa americana serve como um atrator de capital. "Se o Fed começa a fazer um ritmo muito forte, pode alterar um pouco a balança. Mas, até agora, o diferencial de juros continua muito favorável ao Brasil", afirma o economista.

### Fator decisivo

Diferencial de juro real de 1 ano de Brasil e EUA



Fonte: Banco Central do Brasil, Fed New York, Fed St. Louis

## 'Spread' de Treasuries pode deixar de indicar recessão

Eduardo Magossi  
De São Paulo

Desde outubro de 2021, o spread entre os rendimentos dos títulos do Tesouro americano de dois e dez anos caiu de 1,27 ponto percentual para 0,18 ponto. No atual passo, uma inversão na curva de rendimentos — com o título de dois anos rendendo mais que o de dez — deverá ocorrer em breve. Nos últimos 70 anos, segundo o relatório do banco UBS, uma inversão dessa curva precedeu períodos de recessão. Porém, agora, o sentimento do mercado que não há sinais claros de que haverá uma recessão nos EUA, apesar do aperto monetário iniciado pelo Fed. E a curva de rendimentos pode estar sendo invertida artificialmente.

Segundo analistas ouvidos pelo Valor, isto estaria acontecendo principalmente por dois motivos. O primeiro, uma expectativa do mercado de que o Federal Reserve (Fed) não vai manter os juros elevados por muito tempo. E o segundo, o fato de os recuos colossais pelo Fed no mercado nos últimos anos para subsidiar a economia americana estarem pressionando as taxas mais longas, como os rendimentos de 10 e 30 anos.

Segundo o economista-chefe

para os EUA do UBS, Jonathan Pingle, inversões na curva implicam expectativas de mercado de que o Fed irá reduzir as taxas em breve, para se proteger de uma recessão. Isso refletiria uma preocupação iminente de que uma queda se aproxima. "Mas ao contrário, no momento, o mercado espera que o Fed eleve suas taxas este ano e também em 2023", disse. Pingle lembra também que o spread dos dois papéis caiu para 0,12 ponto em 1994, no início de uma longa e consistente expansão econômica.

Markus Allenspach, diretor de renda fixa do Julius Baer, acredita que a inversão da curva — que já ocorre entre os títulos de sete a dez anos e de 20 a 30 anos — seja um erro técnico e não um sinal de recessão. "Nos últimos dois anos, o mercado de títulos americanos foi dominado pelo Federal Reserve, que comprou cerca de um terço dos papéis existentes", disse. Segundo Allenspach, durante este período, os leilões de compra de Treasuries eram os principais eventos de um trader do mercado. "Agora, o foco está voltando aos investidores normais, que têm que abordar as necessidades de refinanciamento do Tesouro", diz. Para ele, esta transição não será suave, com alguns índices de liquidez

mostrando sinais de estresse.

O economista de EUA do Itaú BBA, Bernardo Dutra, lembra que a inversão da curva é um processo natural quando o Fed sobe juros e, principalmente, quando leva a taxa para acima da taxa neutra. O Itaú BBA espera que a taxa dos Fed funds fique acima da neutra já no fim de 2022, a 2,625% contra 2,5%. "Taxa de juros acima do [nível] neutro significa política monetária restritiva, o que leva a desaceleração da atividade. Por esse motivo, a inversão da curva normalmente está associada a recessão em ciclos anteriores."

Porém, Dutra pondera que só a inversão não indica a ocorrência de uma recessão. "É importante olhar para um conjunto mais amplo de indicadores de condições financeiras, como índices de bolsa, spreads de crédito, moedas, além da curva de juros. Esse conjunto de indicadores dá um sinal mais completo sobre os fundamentos para o crescimento à frente. Índices de condições financeiras que apontam esses indicadores ainda indicam crescimento forte, mesmo com a curva próxima de inverter."

Dutra acredita que, nesse contexto, mesmo com a provável inversão da curva, uma recessão mais forte seja improvável. "O Fed deve fazer um ajuste forte de ju-

ros, que é necessário para desacelerar a economia e controlar a inflação. Mas os fundamentos da economia americana continuam favoráveis para um crescimento moderado nos próximos anos."

O Goldman Sachs estima que até o fim do ano a inversão da curva de dois anos e dez anos chegue a 0,20 ponto, com o "yield" do papel de dois anos batendo em 2,9% (ante 2,13% hoje), e o retorno de dez anos chegando aos 2,7% (ante 2,345%). Em relatório enviado a clientes assinado pelo economista Praveen Korapaty o banco afirma que embora essa inversão pareça significativa — desde o fim dos anos 80 não foi registrada uma diferença de mais de 0,50 ponto antes de uma recessão — esses movimentos não são raros em períodos de inflação elevada. "Acreditamos que em períodos de inflação elevada, inversões modestas da curva de rendimento não são sinais definitivos da probabilidade de recessão."

Pingle, do UBS, lembra de alguns períodos em que a curva estava achatada ou invertida em momentos de expansão. "A curva estava achatada em 1997, com três anos pela frente de expansão. Ela se invertiu no fim de 2005, também com alguns anos de expansão a serem registrados. É difícil imaginar que a in-

versão de 2019 previu a pandemia." O economista diz que "certamente há razões para se preocupar sobre crescimento, incluindo o aumento dos preços e dos juros e redução do apoio fiscal. Mas mesmo assim, não está claro se a inversão da curva é um indicador de recessão pela frente."

Allenspach, do Julius Baer, diz que é interessante notar que o próprio Fed não está seguindo mais a inclinação da curva de rendimento como um indicador de recessão. "A inclinação da curva está distorcida pelas ações do próprio Fed, com o afrouxamento quantitativo e o aperto quantitativo, e também como consequência do fluxo global de títulos." Segundo ele, o Fed começou a medir a diferença entre o spread justo ("fair") e o registrado de títulos corporativos como fonte mais confiável de alerta de recessão. Para isso, o Fed pega dados de fundamentos de milhares de empresas e calcula o prêmio justo de risco. No fim de fevereiro, esta medida apontava risco de recessão de 16%.

Além disso, o BofA diz, em relatório, que os investidores não deveriam olhar para o número de altas de juro do Fed e para o aperto quantitativo como principais impulsores do mercado este ano, seja nível de juro, inclinação de curva, spreads ou outras classes de ativos.

**Veículo:** Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

**Seção:** Finanças **Caderno:** C **Página:** 1