

A Selic influencia o nível do câmbio

6-7 minutos

A alta de 0,75 ponto que o Copom deve implementar hoje na Selic, elevando o patamar de juro para 3,5%, vai impactar no nível do câmbio nos próximos meses. Historicamente, o diferencial de juro do Brasil com os outros países sempre foi um dos principais componentes para explicar o patamar da moeda, assim como o crescimento, o risco-país e os termos de troca.

O Banco Central reduziu a taxa de juro ao patamar mínimo histórico de 2% e usou a ajuda da desvalorização cambial para que a inflação em 2020 não terminasse abaixo do limite inferior da meta de inflação, em 2,5% - que já ameaçava desancorar as expectativas para 2021. A adoção do “forward guidance”, com o compromisso de manter esse patamar baixo até que as expectativas de inflação voltassem para a meta nos anos seguintes, engessou o BC, pois há uma inércia no movimento das expectativas no sistema Focus que contempla as projeções dos agentes do mercado.

O forte aumento do preço das commodities tardou a ser refletido nas expectativas dos agentes. O repasse para os preços foi acelerado com a reabertura da economia após a primeira onda da pandemia e com a forte depreciação cambial. A inflação em 2020, medida pelo IPCA, teve a expectativa de fechar o ano em 1,52%, mas encerrou em 4,52%, acima do centro da meta de 4,0%.

Um ano depois, estamos em uma situação inversa. As expectativas de inflação para 2021 estão bem superiores à meta de 3,75%, atingindo 5,04% segundo o último Focus. A atividade não foi impactada negativamente pelo fim do auxílio emergencial

no início do ano e as commodities seguem em sua trajetória de elevação. Para reverter a alta da inflação e ancorar as expectativas para 2022, em que a meta é cadente, para 3,5%, o BC precisa de uma valorização do câmbio para reverter a pressão da alta das commodities.

Da mesma forma que a redução do juro impactou a moeda, agora esse ciclo de alta vai reverter nosso diferencial de juro, principalmente contra outros países emergentes que estão com juro superior ao nosso.

A equipe macro do banco Itaú realizou um excelente estudo sobre o descolamento do impacto da alta das commodities nas moedas dos países emergentes. Concluíram que Brasil, Chile e África do Sul foram os que apresentaram o maior descolamento e que as restrições temporárias de oferta, evolução da pandemia, perspectivas de crescimento e fundamento fiscal explicam essa diferença.

Chile e Brasil foram destaques negativos, fato que chamou atenção por reforçar que o diferencial de juro pode explicar essa discrepância. O Chile tem uma dívida baixa e não enfrenta problemas fiscais na trajetória da dívida/PIB como o Brasil. Além disso, o país chileno é um dos que mais aplicam vacinas per capita do mundo e tem estoque suficiente para vacinar toda população até o meio do ano - diferentemente do Brasil, que só vai conseguir a imunização completa ao final do ano.

A perspectiva de crescimento do Chile é mais positiva do que a da maioria dos países. O que Brasil e Chile têm em comum é um patamar muito baixo do juro real. Uma medida bem básica de juro real é subtrair a meta de inflação do juro básico da economia. Nessa métrica, o Brasil fechou 2020 com juro negativo de 2% e o Chile, em -1,5%. Outros emergentes importantes na pauta de commodities como Colômbia, México, África do Sul e Rússia fecharam o ano com o juro real de -1,25%, 1,0%, -0,25% e 1,0%. Pela primeira vez vimos países emergentes com juro negativo bem

próximo dos EUA (-2,0%), o que ajuda a explicar a má performance das moedas.

Desde a última reunião do Copom em 17 de março, o real teve a melhor performance entre os emergentes. O BC iniciou o ciclo de alta com ritmo superior ao que a maioria dos analistas esperava e se comprometeu em manter o ritmo de 0,75 ponto de alta nesta reunião. Hoje, a expectativa é que a comunicação continue indicando a mesma alta na próxima reunião para atingirmos rapidamente o patamar de juro de outros países emergentes.

A alta do juro impacta no custo de se manter posições compradas em dólar. Desde março, os estrangeiros reduziram sua posição comprada em dólar na B3 de US\$ 38 bilhões a US\$ 30 bilhões. À medida que o juro avance acima de 4,0% o custo de ter posições em proteções no Brasil vai ficar mais caro do que em outros países, o que irá acelerar esse processo de redução.

Todos os países estão enfrentando alguma dificuldade interna desde o início da pandemia, seja com falta de vacinas, aumento do endividamento, mudanças de política econômica, riscos geopolíticos e até racionamento de energia. É fato que aqueles que apresentam juro real negativo não estão se beneficiando do fluxo positivo da alta das commodities, pois grandes investidores estão arbitrando o juro negativo com países que têm juro positivo.

Da mesma forma que a queda da Selic impactou no nível do câmbio para um patamar mais desvalorizado, o ciclo de alta iniciado em março vai restabelecer a correlação com os termos de troca, garantindo que a nossa moeda aprecie de acordo com os fundamentos.

Luiz Eduardo Portella é sócio e gestor da Novus Capital

E-mail: lportella@novuscapital.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.