

Para onde vai o dólar

Luiz Penno

Valor Econômico, 9.7.2020

Apesar das várias crises, o valor do câmbio sempre volta a seu patamar de equilíbrio

No dia 14 de maio, a cotação do dólar atingiu R\$ 5,93 o maior valor nominal desde o início do real em 1994. Especulou-se que em breve passaria dos R\$ 6, e nas redes sociais circularam memes que em breve veríamos nosso “próximo 7 x 1”. Brincadeiras à parte, a rápida desvalorização do real assustou muita gente. Afinal, nos 5 anos anteriores, a moeda americana oscilava entre R\$ 3 e R\$ 4, e em poucos meses valorizou mais de 50%.

Embora exista uma série de teorias que procuram explicar qual é a taxa de câmbio “justa”, a verdade é que é impossível prevê-la com precisão. Diariamente, essa taxa é determinada pelo equilíbrio entre oferta e demanda. Fluxos de investimento e alteração nas expectativas de mercado podem mover rapidamente a faixa de negociação das moedas. No mais recente boletim Focus do Banco Central, a expectativa de analistas do mercado é de que terminaremos o ano com o dólar ao redor de R\$ 5,20 - há 8 semanas, no meio da pandemia, a previsão era de R\$ 4,80 e, no início do ano, estes mesmos analistas previam o dólar a R\$ 4,09 no final de 2020. Como já bem colocou Edmar Bacha, um dos criadores do Plano Real, “o câmbio foi feito por Deus para humilhar os economistas”.

Entretanto, no longo prazo, estudos indicam que o que determina o nível da taxa de câmbio é a manutenção da paridade do poder de compra entre as moedas. Utilizando o exemplo do Big Mac Index, criado pela revista *The Economist*, podemos ilustrar sua lógica. Em 1994, um Big Mac custava R\$ 2,42 no Brasil. Em 2020, o mesmo sanduíche custa R\$ 20,50, um aumento de preço de 8,5 vezes no período.

Qual a razão deste aumento? Ele decorre principalmente da inflação das matérias-primas e do custo da mão de obra no país. O salário mínimo passou de R\$ 64,79 em julho de 1994 para R\$ 1.031 hoje (aumento superior a 15 vezes) e o preço da arroba do boi gordo multiplicou por 8 nos últimos 25 anos.

Em busca do equilíbrio

Relação entre cotações efetivas e tendência histórica



Fonte: Autores

Já nos Estados Unidos, um Big Mac custava US\$ 2,32 em 1994. A inflação americana neste período foi mais contida do que a nossa, e hoje um Big Mac é vendido por US\$ 5,51. A relação de troca implícita no preço do Big Mac nos dois países era de 1,04 em 1994 (R\$ 2,42 / US\$ 2,32), e é de 3,7 hoje (R\$ 20,50 / US\$ 5,51). Sua evolução neste período reflete a variação de preço de maneira desigual nos dois países. Não por acaso, em 1994 a taxa de câmbio era tal que um dólar valia um real, e antes da crise causada pelo Covid-19 a relação estava oscilando ao redor de 3,7. De fato, estudos já demonstraram que o Big Mac Index é surpreendentemente acurado para acompanhar as tendências nas taxas de câmbio entre países no longo prazo.

Atualizando um estudo que fizemos pela primeira vez em 2013, cobrindo um período superior a 50 anos, a relação de paridade do poder de compra continua se mostrando bastante sólida. O caso do Brasil é o mais emblemático porque, desde 1960, tivemos 8 denominações de moeda diferentes (cruzeiro, cruzado, cruzeiro novo etc.), períodos de hiperinflação e cortamos 9 zeros da moeda. A taxa de câmbio nominal variou significativamente: 1 dólar comprava 12.985 cruzeiros em fevereiro de 1986, e apenas 0,84 real em outubro de 1995.

Quando analisamos a taxa de câmbio histórica da moeda brasileira frente ao dólar, retirando o efeito da inflação ocorrida nos dois países, vemos que variação do câmbio é muito menor, e que oscila em torno de um ponto de equilíbrio. No gráfico vemos que em aproximadamente 55% dos dias o dólar ficou acima da linha de equilíbrio. Atualmente, o real parece estar 44% desvalorizado.

Embora esta metodologia não nos permita fazer previsões de curto prazo, conseguimos fazer algumas inferências direcionais que podem ser úteis nas decisões de investimento de longo prazo.

A primeira é que, apesar de termos passado por diversas crises e momentos de euforia ao longo de nossa história recente, o valor do câmbio sempre reverte ao seu patamar de equilíbrio. Atualmente este patamar estaria entre R\$ 3,10 e R\$ 3,50 - surpreendente considerando os níveis atuais.

Tivemos apenas um outro período, 2002, no qual o câmbio caiu em termos relativos ainda mais do que agora. Ou seja, o valor que o dólar atingiu em maio, apesar de um recorde nominal, ainda não é um recorde de desvalorização em termos reais da nossa moeda frente ao dólar, o que ocorreu em 22 de outubro de 2002. Neste dia, o dólar fechou cotado a R\$ 3,95 que, a valores de hoje, equivaleria a R\$ 7,69. O gráfico, que cobre o período desde o início do Real, mostra como em alguns momentos de stress financeiro o câmbio se descolou de maneira mais acentuada do valor “justo”.

Os períodos de sobrevalorização ou desvalorização da moeda podem ser longos. Por exemplo, passamos quase toda década de 70 com a moeda brasileira valorizada frente ao dólar. Em um exemplo oposto, durante 7 anos, entre 1999 e 2006 nossa moeda ficou significativamente desvalorizada.

Do ponto de vista prático, podemos dizer que o momento atual é propício para que investidores estrangeiros com perspectiva de longo prazo busquem investimentos no Brasil. Com a tendência de reversão do câmbio para os patamares de equilíbrio, um investidor paciente pode se beneficiar com retornos em dólar maiores no futuro. Além do fator câmbio, o atual quadro recessivo de nossa economia pode oferecer oportunidades onde o valor do ativo, em reais, esteja mais barato hoje que há alguns anos.

Embora ainda no meio de uma crise econômica, com dificuldades inerentes de projetar os retornos de investimentos, a desvalorização cambial acaba criando uma “margem de segurança” interessante para os investidores de longo prazo com capital em moeda forte. Notamos que investidores mais acostumados a este tipo de cenário, como fundos de private equity, fundos soberanos e multinacionais com perfil mais aquisitivo já estão de volta do mercado.

Luiz Penno é mestre em Economia e Finanças pela London School of Economics e sócio fundador do Ártica Investimentos.