

# Opinião

## Valor

Jornal econômico de circulação nacional, publicado desde 2 de maio de 2000 pela Valor Econômico S.A.

**Diretora de Redação:** Vera Brandimarte

**Conselho Editorial:** Alexandre Caldini Neto, Aluizio Maranhão Gomes da Silva, Antonio Manuel Teixeira Mendes, Celso Pinto, João Roberto Marinho, Luiz Frias, Otávio Frias Filho, Roberto Irineu Marinho e Vera Brandimarte

**Diretor-presidente:** Alexandre Caldini Neto

**Conselho de Administração:** Antonio Manuel Teixeira Mendes, Luiz Frias, Marcello Henrique Monteiro de Moraes, Roberto Irineu Marinho

# Fed indica que correção de rumos não está tão perto

**Q**uando setembro chegar, a política de afrouxamento monetário provavelmente estará intacta, frustrando investidores que estão apostando logo nisso. As atas do Federal Reserve americano mostraram ontem que os membros do Comitê de Política Monetária não estão seguros de que chegou a hora de começar a desativá-la tão cedo, embora concordem que o calendário traçado — de iniciar a desmontagem gradual do relaxamento quantitativo até o fim do ano — ainda se mantém. A análise das condições da economia da ata do Fed mostra reticências muito maiores agora do que antes, depois que o desempenho do primeiro semestre foi claramente decepcionante se comparado às expectativas do banco. "Enquanto uma variedade de pontos de vista sobre a melhoria cumulativa do mercado de trabalho desde o outono tenha sido expressa, quase todos os membros do Comitê concordaram que uma mudança no programa de compra de títulos não é ainda apropriada", registra o documento.

Segundo a ata, o emprego privado cresceu a um ritmo "sólido" em julho, como nos meses recentes, mas, por outro lado, aumentou o contingente que espera um longo período para obter um posto de trabalho, da mesma forma que é maior agora o contingente de pessoas com um emprego temporário. Ambos estão com taxas ainda "relativamente altas". Essa situação tende a arrefecer gradualmente, desde que a economia apresente bom crescimento no segundo semestre.

A crença do Fed é de que isto vai ocorrer no segundo semestre, por vários motivos. A política monetária acomodatícia permanecerá, a oferta de crédito e as condições exigidas para tomá-lo serão mais propícias, os mercados imobiliário e de automóveis deverão continuar mostrando força e os efeitos do "sequestro fiscal", muito fortes no primeiro semestre, tenderão a perder impacto na segunda metade do ano. Faz parte desta visão positiva também a melhoria contínua do balanço das empresas e da capacidade financeira das famílias.

O desempenho da economia mostra alguns pontos fracos que podem arrefecer no futuro

próximo. Apesar dos gastos de consumo terem avançado mais no segundo trimestre que no primeiro, o aumento foi considerado "suave" se forem excetuadas as despesas com automóveis. O aumento dos salários nominais tem sido modesto e, tão importante quanto, os gastos de capital pelas empresas prossegue em ritmo mais do que morno.

Os riscos para o cenário do Fed que começaria a arquivar o maior programa de emissão monetária da história provêm, segundo a ata, das incertezas sobre o futuro da política fiscal americana. O impasse entre republicanos e democratas produziu o "sequestro", um saída automática de corte de gastos e aumento de impostos que é claramente temporária. A possibilidade de turbulências externas ainda é uma das premissas negativas do Fed. O banco também teme que a inflação prossiga muito baixa, o que seria um sinal de sérios problemas pela frente, especialmente quando a política monetária já pratica juros perto do zero.

As tempestades causadas pela proximidade do início do fim da atual política monetária provocaram um imediato ajuste nos rendimentos dos títulos do Tesouro, em um movimento que alguns membros do Fed acham que poderia frear tanto os gastos do consumidor como o crescimento da economia. Até agora, isso ainda não foi visto no mercado de hipotecas, que sentiu o aumento do juro, e na visão geral dos membros do Fed a alta seria compensada pela ampla oferta de crédito setorial, aumento da confiança dos consumidores e expectativa de aumento contínuo dos preços dos imóveis.

O quadro geral que emerge da ata é o de que há um bom caminho a se percorrer para que o desemprego se aproxime da região dos 7% — hoje ele é de 7,4% — que sinalizaria a possibilidade de desmanche da política do Fed. Entre a reunião passada, de julho, e a próxima, em meados de setembro a mudança mais notável foi o naufrágio das moedas dos países emergentes e a progressiva desaceleração de suas economias. Se prolongada, a reversão dos fluxos de capital terminarão jogando os juros americanos acima do limiar de 3%, enquanto que o pouco vigor econômico dos emergentes tampouco ajudaria a recuperação americana.



Basta a mudança nas expectativas sobre a trajetória dos juros para que a moeda perca valor. Por **Rodrigo Zeidan**

## A taxa de juros americana e a desvalorização do real

**N**ão é preciso temer o aumento da taxa de juros americana e seu efeito sobre a moeda brasileira — pois isso já ocorreu. Não há uma única explicação para a desvalorização do real. Contudo, é inegável o papel que a estrutura a termo da taxa de juros americana teve sobre essa desvalorização.

O processo de desvalorização da moeda brasileira teve data para começar — 10 de maio de 2013. Porém, ninguém realmente percebeu a profundidade do que se iniciava naquela data: o processo de descolamento da taxa de juros americanos. Em termos técnicos, isso representou a mudança na estrutura a termo da taxa de juros americanos. A estrutura a termo se refere ao retorno dos investidores ao comprar títulos da dívida americana com diferentes períodos de vencimento. Assim, um título com vencimento em seis meses rende pouco mais de 0,3% ao ano, que é bem perto da atual taxa de juros dos EUA. Um título que vence em 10 anos, por sua vez, traz um retorno maior, pois incorpora o provável aumento da taxa de juros que ocorrerá quando o governo americano der fim ao período de afrouxamento monetário ("quantitative easing"), somado às incertezas de longo prazo sobre a economia americana.

Até abril de 2013, a estrutura a termo da taxa de juros americana manteve-se estável. Contudo, começou a mudar em maio, acelerou-se em junho e culminou em um grande deslocamento dos retornos de títulos com prazos mais longos. Durante os dois primeiros trimestres do ano, as taxas americanas mantiveram-se constantes, aumentando, principalmente para prazos mais longos, nos meses de maio, junho e julho. O resultado sobre a economia brasileira é simples: com maior retorno em títulos americanos, os gestores de fundos de investimento mundiais passam a diminuir a exposição a países emergentes em troca dos papéis do Tesouro americano.

O capital flui de volta para os Estados Unidos, provocando uma desvalorização generalizada em países com elevados déficits em conta corrente e relativamente livre movimento de capitais, como Brasil, México e Tailândia. Interessante observar a cronologia dos acontecimentos. Em 19 de junho, o retorno dos títulos americanos com vencimento em um ano aumenta 11%, enquanto títulos com vencimentos mais longos, de 2 a 30 anos, aumentam de 3 a 6%. No dia seguinte, este cenário se repete. No Brasil, o câmbio se desvaloriza 4,2% somente no dia 20 de junho.

Na década de 80, o aumento da

taxa de juros americana pelo então presidente do Fed, Paul Volcker, acabou desencadeando o início da crise da dívida externa sul-americana. O efeito sobre a economia brasileira foi devastador e sentido ao longo de 20 anos. Hoje, o Brasil não tem a mesma exposição a mudanças externas, mas ao mesmo tempo não precisa nem esperar que a taxa de juros americana suba — basta a mudança nas expectativas sobre a trajetória dos juros para que se desencadeie a desvalorização recente na moeda brasileira.

### Não existem mais razões externas que estejam influenciando a desvalorização da moeda brasileira

Durante o ano de 2013, a correlação entre a variação dos retornos dos títulos americanos e da moeda brasileira é de 0,14. Contudo, se usarmos somente os dados de maio até agosto essa correlação aumenta consideravelmente para cerca de 0,27. É o mesmo cenário se usarmos uma cesta de moedas ajustada para o comércio. A moeda americana se valoriza e a correlação com a taxa de juros sobe de 0,32 durante o ano de 2013 para 0,5 se usarmos somente os dados de maio a agosto. O mesmo acontece com a moeda de outros países na mesma situação do Brasil, como México e Tailândia, por exemplo.

Mas o que fazer, dado a elevada desvalorização recente? São dois cenários mais prováveis, e um terceiro mais tenebroso. No primeiro, estariam diante de um sobrepreço (overshooting), como em 1999, quando o real se desvalorizou mais de 80%, saindo de R\$ 1,21 por dólar em 12 de janeiro para R\$ 2,20 no início de março, antes de recuar para patamares menos exagerados e fechar o ano em R\$ 1,80. No segundo cenário, não teríamos, ainda, encontrado o novo dólar de equilíbrio e o mercado estaria testando novos patamares, com o real ficando instável durante algum tempo. No primeiro caso,

o Banco Central não precisaria atuar e o reequilíbrio dos fluxos de capitais traria o dólar de volta a um patamar manejável. No segundo caso, o Banco Central poderia atuar para tentar ajustar a volatilidade do mercado. E há um terceiro cenário, em que a estrutura a termo da taxa de juros americana continua mudando, sem indícios de melhora no cenário econômico mundial. Nesse cenário, o fim do processo de desvalorização estaria distante.

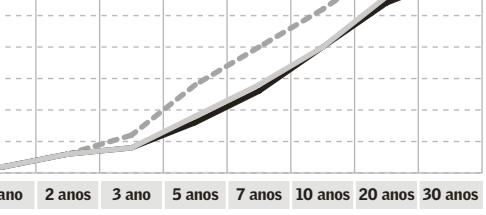
É importante lembrar que a alteração na estrutura a termo da taxa de juros americana deveu-se a uma perspectiva de melhora no cenário da economia americana. Nesse caso, o Fed deveria, em algum momento, retirar o excesso de liquidez do mercado gerado pelo "quantitative easing". Se a recuperação da economia americana se solidificar, o efeito sobre a economia brasileira pode ser até benéfico. As tentativas tímidas do Banco Central em impedir a escalação do dólar estavam fadadas ao fracasso de qualquer jeito. Seria praticamente impossível impedir a desvalorização, a não ser que o governo quisesse realmente praticar controles de capital ou subir demasiadamente a taxa de juros. O governo manteve a estrutura da economia brasileira: fechada ao comércio e aberta ao movimento de capitais.

Expectativas sempre tiveram papel importante em modelos econômicos, mas hoje em dia é ainda mais fácil ver como mudanças em expectativas podem afetar as transações reais. A boa notícia é que, no momento, a estrutura a termo da taxa de juros americana parece ter se estabilizado, o que significa que o efeito sobre a moeda brasileira já passou. A grande questão é sobre a dinâmica do câmbio daqui para frente. Os últimos aumentos se devem à deterioração das expectativas sobre a economia brasileira, pois não existem mais razões externas, neste momento, que estejam influenciando a desvalorização da moeda brasileira.

**Rodrigo Zeidan** é professor da Fundação Dom Cabral e da Nottingham University Business School China

### Média do retorno dos títulos americanos

São diferentes períodos de vencimento - em %



O desempenho da economia mostra alguns pontos fracos que podem arrefecer no futuro

**Diretora de Redação:** Vera Brandimarte (vera.brandimarte@valor.com.br)

**Diretora Adjunta de Redação:** Claudia Safati (claudia.safati@valor.com.br)

**Diretora de Conteúdo Digital:** Raquel Balarin (raquel.balarin@valor.com.br)

**Editor-executivo de Opinião:** José Roberto Campos (jose.campos@valor.com.br)

**Editores-executivos:** Célia de Gouvêa Franco (celia.franco@valor.com.br)

Cristiano Romero (cristiano.romero@valor.com.br)

Pedro Cañardo (pedro.cañardo@valor.com.br)

**Chefe da Redação em Brasília:** Rosângela Bittar (rosangela.bittar@valor.com.br)

**Chefe da Redação no Rio:** Heloisa Magalhães (heloisa.magalhaes@valor.com.br)

**Repórteres Especiais:** Alex Ribeiro (Brasília) (alex.ribeiro@valor.com.br)

**Diretor-presidente:** Alexandre Caldini Neto (alexandre.caldini@valor.com.br)

**Diretor Financeiro:** Carlos Alberto Arroyo Ponce de Leon (carlos.ponce@valor.com.br)

**Diretora Comercial:** Ivaniida Gadioli (ivanidagi@valor.com.br)

**Diretora de Marketing e Circulação:** Ricardo Packness de Almeida (ricardo.packness@valor.com.br)

**Diretor de Eventos e Seminários:** Carlos Raíces (carlos.raices@valor.com.br)

**Diretora de Publicidade Legal:** Andréa Flores (andrea.flor@valor.com.br)

**Diretor de Tecnologia & Comunicações:** Joá Rosa (joá.rosa@valor.com.br)

**Diretor de Agronegócios:** Daniela Chiaretti (daniela.chiaretti@valor.com.br)

**Diretora de Projetos Especiais:** Graziella Valenti (graziella.valenti@valor.com.br)

**Diretora de Fins:** Vanessa Adachi (vanessa.adachi@valor.com.br)

**Diretora de Investimentos:** Fernando Lopes (fernando.lopes@valor.com.br)

**Diretora de Carreiras:** Stela Campos (stela.campos@valor.com.br)

**Diretor de Cultura:** Robinson Borges (robinson.borges@valor.com.br)

**Diretora de Legislação & Tributos:** Zinia Baeta (zinia.baeta@valor.com.br)

**Diretor de Arte/Fotografia:** Silas Botelho Neto (silas.botelho@valor.com.br)

**Diretor de Marketing e Circulação:** Rubens Pedretti Jr. (rubens.pedretti@valor.com.br)

**Editora Valor Online:** Paula Cleto (paula.cleto@valor.com.br)

**Coordenador Valor Data:** William Volpatto (william.volpatto@valor.com.br)

**Correspondentes internacionais:** Célia Roseblum (celia.roseblum@valor.com.br)

Tania Nogueira Alves (tania.nogueira@valor.com.br)

**Correspondentes nacionais:** Assis Moreira (Genebra) (assis.moreira@valor.com.br)

César Felicio (Buenos Aires) (cesar.felicio@valor.com.br)

Sergio Lamucci (Washington) (sergio.lamucci@valor.com.br)

Murillo Camarotto (Recife) (murillo.camarotto@valor.com.br)

Sérgio Ruck Bueno (Porto Alegre) (sergio.bueno@valor.com.br)

**Diretor de TI:** Maurício Ribeiro (mauricio.ribeiro@valor.com.br)

**Diretora de Assuntos Jurídicos e RH:** Daphne Murahovschi Sancovsky (daphne@valor.com.br)

**Editora de Publicidade Legal:** Andréa Flores (andrea.flor@valor.com.br)

**Diretor de Marketing e Circulação:** Ricardo Packness de Almeida (ricardo.packness@valor.com.br)

**Diretor de Eventos e Seminários:** Carlos Raíces (carlos.raices@valor.com.br)

**Diretora de Negócios Digitais:** Rubens Pedretti Jr. (rubens.pedretti@valor.com.br)

**Editora de Marketing e Circulação:** Andréa Flores (andrea.flor@valor.com.br)

**Diretora de Assuntos Jurídicos e RH:** Daphne Murahovschi Sancovsky (daphne@valor.com.br)

**Diretora de Marketing e Circulação:** Ricardo Packness de Almeida (ricardo.packness@valor.com.br)

**Diretor de Eventos e Seminários:** Carlos Raíces (carlos.raices@valor.com.br)

**Diretora de Negócios Digitais:** Rubens Pedretti Jr. (rubens.pedretti@valor.com.br)

**Editora de Marketing e Circulação:** Andréa Flores (andrea.flor@valor.com.br)

**Diretora de Assuntos Jurídicos e RH:** Daphne Murahovschi Sancovsky (daphne@valor.com.br)

**Diretora de Marketing e Circulação:** Ricardo Packness de Almeida (ricardo.packness@valor.com.br