

Cenário de dólar forte deve persistir e pode se intensificar

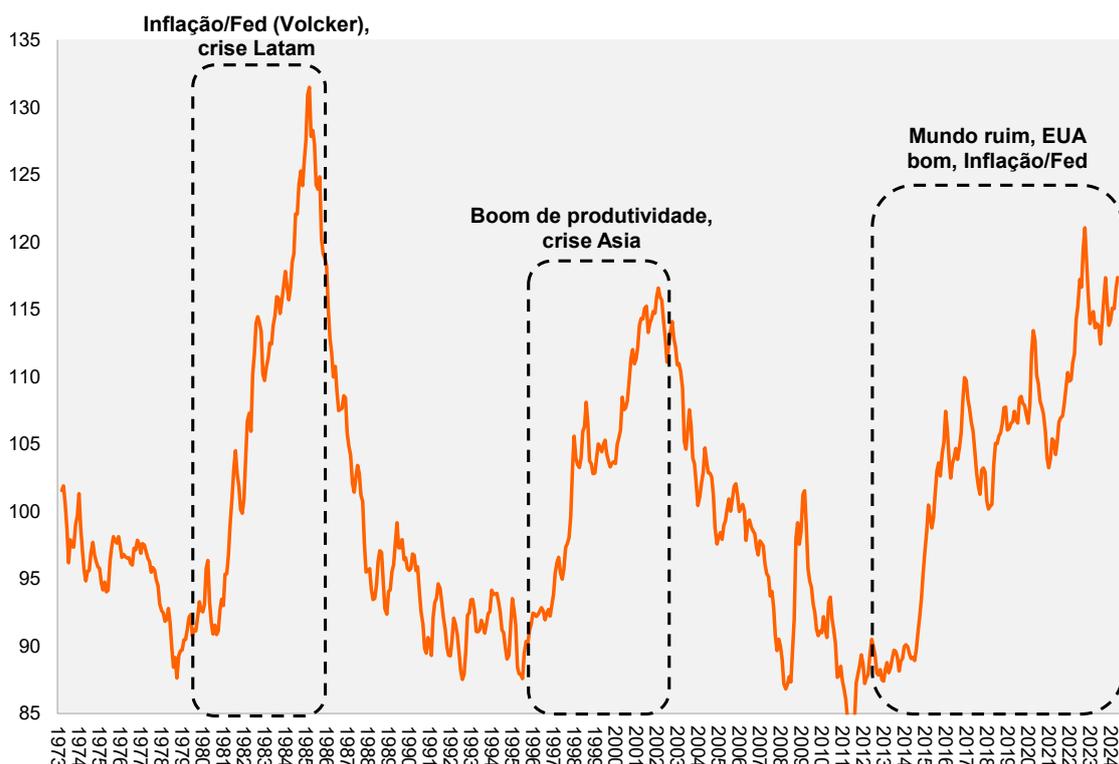
- ▶ Esse é o primeiro de uma série de dois artigos que buscam explicar a força recente do dólar e as perspectivas futuras da moeda. Nesse relatório, o objetivo é identificar os fundamentos para esse movimento, avaliar se há espaço para apreciação adicional e apontar as implicações para o Brasil e outras economias emergentes. No segundo relatório, investigaremos se há uma tendência de a moeda americana perder seu status dominante nos mercados internacionais.
- ▶ Atribuímos duas principais razões para a manutenção de um nível historicamente elevado do dólar em termos reais e multilaterais: (i) a divergência de política monetária dos EUA frente o restante do mundo, diante do chamado “excepcionalismo” do país em termos de crescimento resiliente e inflação mais persistente, que está levando a uma postergação dos cortes do Fed e a um aumento do diferencial de juros dos EUA frente às outras economias e (ii) o aumento do risco geopolítico em meio à guerra no oriente médio, o conflito na Europa e à tensão comercial entre China e EUA, que voltou a crescer.
- ▶ À frente, considerando nosso cenário para os bancos centrais desenvolvidos (quatro cortes do Fed e sete cortes do ECB até o fim do ano que vem), estimamos um potencial de apreciação adicional do dólar multilateral de em torno de 1,5% até o fim do ano. Avaliamos que essa apreciação pode se acentuar, a depender das tensões geopolíticas globais. Especificamente, estimamos que a cada 10% de aumento da razão entre os preços do ouro e do cobre (métrica que avaliamos como a mais representativa do risco geopolítico no momento), há uma apreciação de 2% do dólar, tudo o mais constante.
- ▶ Para os países emergentes, o dólar mais forte deve contribuir para ciclos de cortes de juros mais contidos a frente. Notamos que as moedas dos países com diferenciais de juros relativamente baixos frente ao padrão histórico são as que mais depreciam esse ano. Uma dessas é o real, cujos movimentos têm correlação histórica alta com o dólar multilateral. A nossa expectativa de um dólar forte para frente somada ao ambiente doméstico desafiador nos fez revisar recentemente o BRL para R\$ 5,15 por dólar (de R\$ 5,00) em 2024 e R\$ 5,25 por dólar (de R\$ 5,20) em 2025 e a Selic terminal para 10,25 (de 9,75).

1. Por que o dólar está tão forte?

O dólar multilateral em termos reais¹ está próximo das máximas históricas (ver gráfico). No passado, os momentos de maior força do dólar foram no fim dos anos 1990 e início dos anos 2000, diante do forte desempenho da economia americana e em meio a crises financeiras internacionais, e nos anos 1980, com o choque monetário para controlar a inflação.

¹ O dólar multilateral real é uma medida de força do dólar, calculada pelo Federal Reserve (Fed). É uma média ponderada das moedas dos parceiros comerciais mais importantes dos EUA por volume de comércio bilateral.

Dólar Multilateral Real



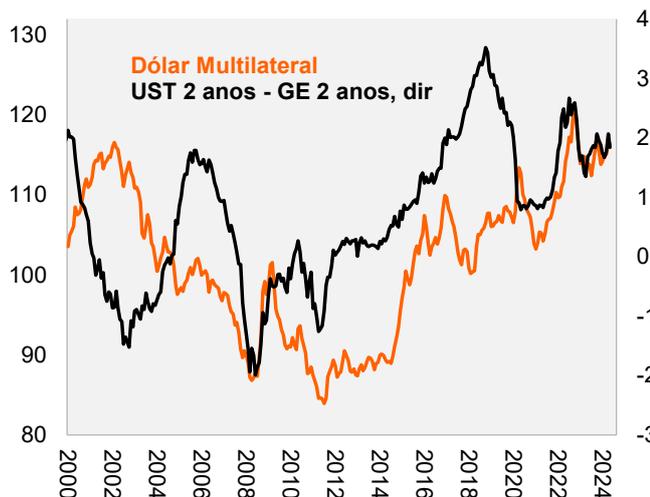
Fonte: Fed, Itaú

Atualmente, o momento é de maior dinamismo da economia americana em relação aos seus pares (em uma tendência comumente caracterizada como “excepcionalismo americano”) e de um desafio de desinflação (ver gráficos), em meio a tensões geopolíticas com guerras no oriente médio, entre Rússia e Ucrânia, além de maiores barreiras entre o Ocidente e a China. Buscaremos a seguir modelar esses efeitos para decompor a variação do dólar e estimar a sensibilidade de mudanças macroeconômicas e geopolíticas na força da moeda.

Modelamos de forma simplificada o nível do dólar em termos reais ao longo dos anos, segundo 3 fatores: (i) a divergência do ciclo de política monetária dos EUA para o restante do mundo, (ii) o prêmio geopolítico e (iii) termos de troca, por meio da correlação com commodities agrícolas e metálicas.

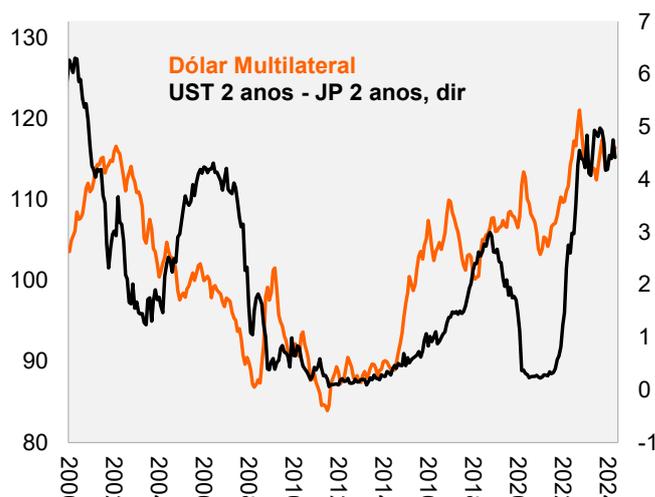
O fator da divergência de política monetária é capturado sobretudo pelo diferencial de juros dos EUA em relação a outras economias (ver gráficos). Em períodos de maior crescimento e inflação mais pressionada nos EUA, a política monetária americana deve se manter mais restritiva na comparação com o restante do mundo, resultando em um dólar mais forte. Consideramos no modelo o diferencial em relação a Europa e ao Japão, pela sua relevância econômica global e pela excepcionalidade da política monetária japonesa de juros extremamente baixos.

Dólar vs Diferencial de Juros (EUA - GE)



Fonte: BBG, Itaú

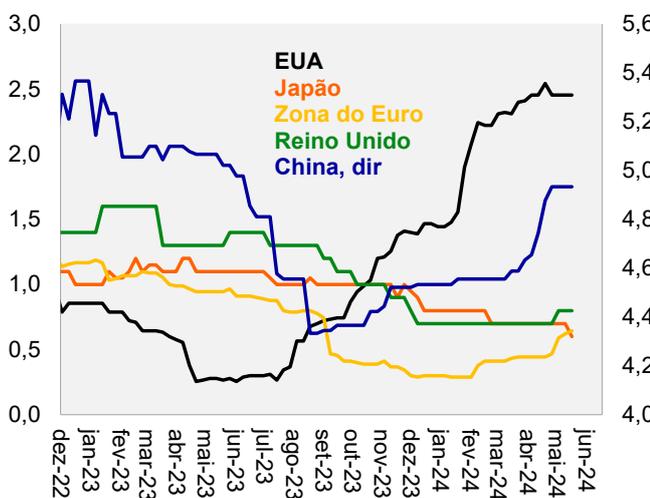
Dólar vs Diferencial de juros (EUA - JP)



Fonte: BBG, Itaú

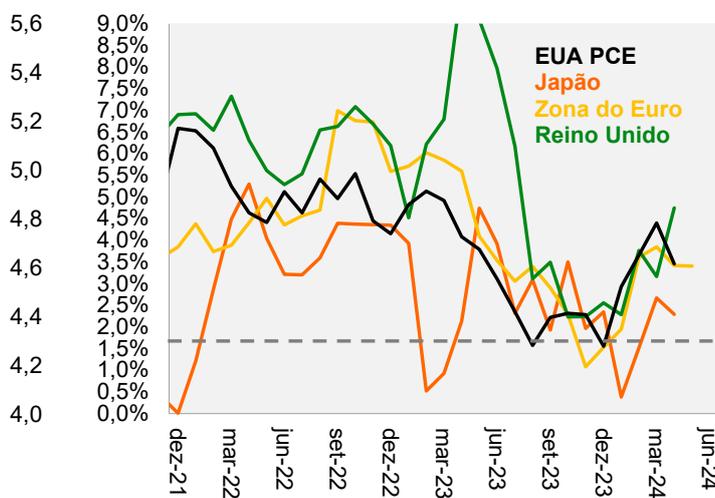
Especificamente, desde o início do ano, o Fed vem postergando o ciclo de cortes em meio a uma inflação mais persistente e atividade resiliente (ver gráficos). Por outro lado, em outras economias desenvolvidas os sinais de queda da inflação são um pouco mais claros, o que deve permitir um início antecipado da flexibilização monetária, como é o caso do ECB (ver nossa última publicação de cenário [aqui](#)). Diante disso, o diferencial de juros dos EUA em relação ao da Alemanha, assim como em relação ao do Japão, tem aumentado e impulsionado o dólar desde o início do ano.

Consenso do crescimento do PIB para 2024



Fonte: BBG, Itaú

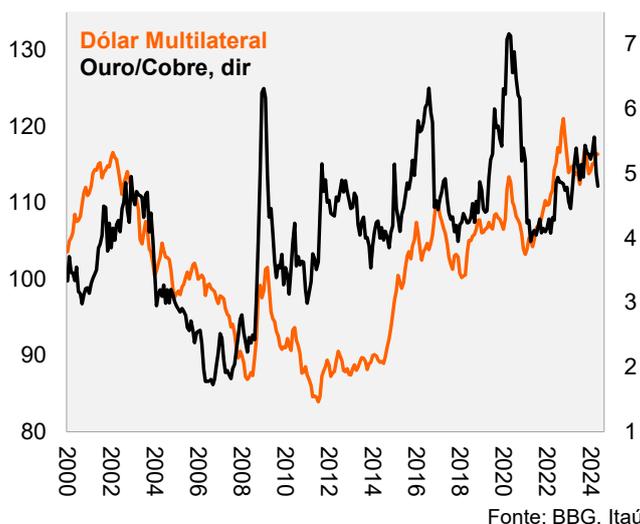
Núcleo da Inflação (mm3m ann.)



Fonte: Haver, Itaú

O fator do risco geopolítico é capturado pela razão entre o preço do ouro e o do cobre. O maior preço do ouro está associado a um dólar mais fraco, por ser visto como uma reserva de valor e como uma alternativa ao dólar e a ativos denominados nessa moeda, seja por motivos geopolíticos ou econômicos. Em um ambiente geopolítico global mais incerto, por exemplo, os países podem ver riscos em deter reservas unicamente em dólar, temendo sanções ou bloqueios. Adicionalmente, o ouro pelo seu valor intrínseco, oferta limitada, histórico de retenção de valor e aceitação universal, é visto como uma boa proteção contra períodos de inflação elevada. Por outro lado, o cobre é uma commodity representativa do ciclo de manufatura global e da sincronia de crescimento entre os países, que estão associados a um dólar mais fraco. A razão entre as duas commodities, portanto é uma boa métrica para capturar a percepção de risco geopolítico, como parece ser o caso recentemente com guerra no oriente médio, o conflito com a Rússia e a crescente tensão comercial entre China e EUA, além de outros eventos no passado (ver gráfico e tabela).

Dólar vs Ouro/Cobre



Reação do indicador Ouro-Cobre em eventos geopolíticos ou econômicos globais			
Evento	Início (-1d) +60d	Ouro/Cobre	Variação
Guerra do Golfo	1-ago-90	2,88	17,7%
	1-out-90	3,39	
Ataque às Torres Gêmeas	10-set-01	4,17	3,8%
	9-nov-01	4,33	
Invasão do Iraque	20-mar-03	4,34	10,9%
	19-mai-03	4,82	
Crise financeira de 2008/falência LB	12-set-08	2,39	86,1%
	11-nov-08	4,44	
Guerra Comercial China-EUA	22-jan-18	4,17	8,2%
	23-mar-18	4,51	
Pandemia Covid-19	10-mar-20	6,51	9,5%
	9-mai-20	7,13	
Rússia banida do SWIFT pós invadir Ucrânia	25-fev-22	4,22	1,6%
	26-abr-22	4,29	
Rússia corta fornecimento de gás para EU	25-abr-22	4,27	14,5%
	24-jun-22	4,88	
Ataques à Israel	6-out-23	5,05	5,9%
	5-dez-23	5,35	

O fator dos termos de troca é incorporado pelo preço das commodities agrícolas e metálicas. Uma alta das commodities está associada a um dólar mais fraco, pelo fato de os EUA serem um país importador em termos líquidos de commodities. Uma elevação desses preços, além de ter eventual impacto na inflação e sinalizar um crescimento global mais robusto, leva a uma piora dos termos de troca americanos. Optamos por excluir o petróleo da análise em razão da mudança da sua correlação com o dólar ao longo dos anos, provavelmente refletindo o fato dos EUA terem passado a ser produtores da commodity em termos líquidos a partir de 2020.

Assim, unindo os três determinantes mencionados, estimamos o seguinte modelo (ver gráfico com desempenho abaixo):

$$\ln(USDTW) = \alpha_0 + \alpha_1 * (UST2y - GE2y) + \alpha_3 * (UST2y - JP2y) + \alpha_4 * \ln(IC1x) + \alpha_5 * \ln\left(\frac{Ouro}{Cobre}\right) + \varepsilon$$

Sendo:

USDTW: dólar real multilateral calculado pelo Fed

UST2y: taxa de juros americana de dois anos

GE2y: taxa de juros alemã de dois anos

JP2y: taxa de juros japonesa de dois anos

IC1x: Índice de Commodities metálicas e agrícolas, calculado pelo Itaú

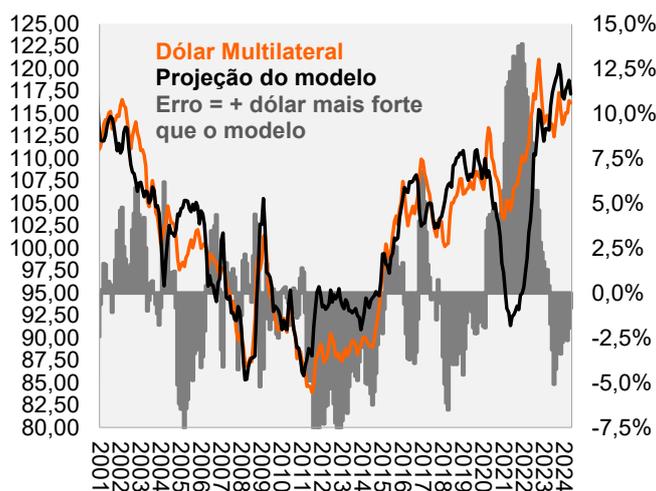
Ouro: preço do ouro, em dólares por onça

Cobre: preço do cobre, em dólares por libra

ε : termo de erro

Os coeficientes estimados são tais que, tudo o mais constante: (i) cada corte de 0,25 p.p. do Fed enfraquece o dólar em 1,3%; (ii) cada corte de 0,50 p.p. do ECB fortalece o dólar em 0,4%; (iii) cada 10% de aumento da razão ouro/cobre fortalece o dólar em 2% e (iv) cada 10% de aumento das commodities agrícolas e metálicas enfraquece o dólar em 0,7%.

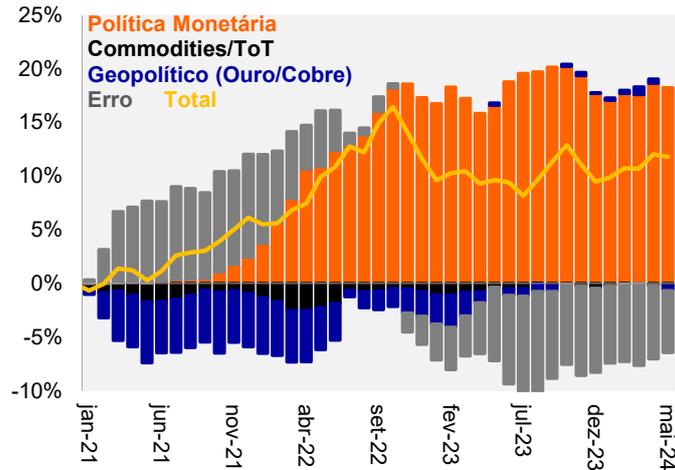
Modelo do Dólar Multilateral



Fonte: BBG, Itaú

A partir dos coeficientes estimados, decompomos o peso de cada um dos três fatores na variação do dólar (ver gráfico). No movimento acumulado desde dezembro de 2020 (apreciação de 11,8%), o componente de política monetária foi preponderante para a apreciação da moeda americana (18,2%). O prêmio geopolítico, que contribuiu consistentemente para o lado da depreciação até abril de 2023, agora está sendo uma força recorrentemente apreciativa (-0,5% na margem). Por fim, o fator termos de troca teve contribuição mais marginal no período (-0,2% na margem)

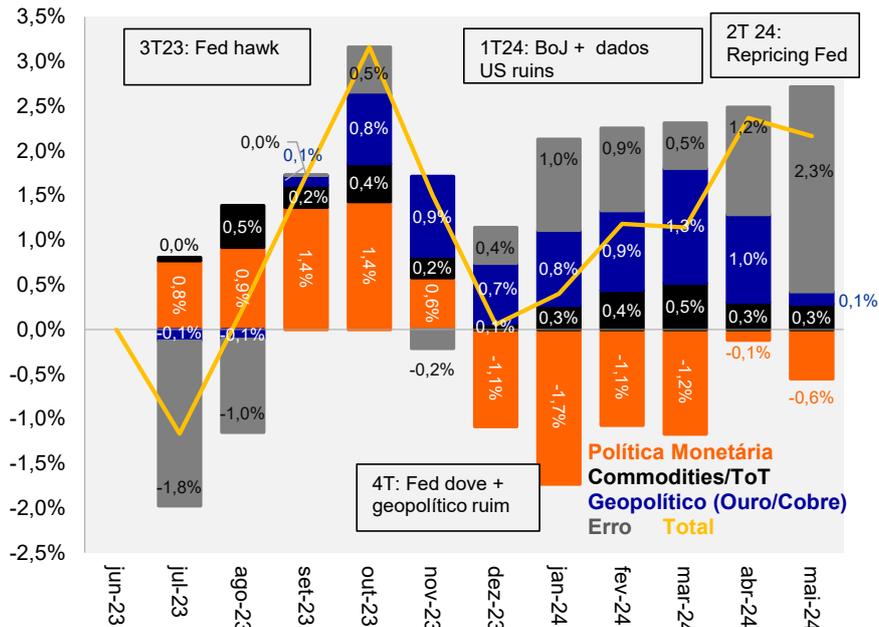
Decomposição do movimento do dólar multilateral
(acumulado desde dez-20)



Fonte: BBG, Itaú

Nos últimos 12 meses, o dólar apreciou 2,2% em termos reais, com movimentos de curto prazo expressivos, em grande parte impulsionados pela política monetária (ver gráfico). No terceiro trimestre do ano passado, a postura mais dura do Fed e a percepção de uma situação fiscal americana pior levaram a um aumento do diferencial de juros e a um dólar mais forte. No quarto trimestre, a inflação americana e global mais fraca impulsionou o dólar para baixo, mas o prêmio geopolítico mais elevado pelo conflito no Oriente Médio compensou para cima. Em 2024, no primeiro trimestre, a inflação nos EUA se mostrou mais forte, mas a interpretação do mercado foi que isso poderia se tratar de um repique transitório. Ao mesmo tempo, o Banco do Japão saiu do juro negativo, na contramão do ciclo de política monetária do restante do mundo, o que também contribuiu para um enfraquecimento do dólar. Finalmente, no segundo trimestre desse ano, abril foi marcado por uma forte reprecificação dos juros americanos, apontando para o adiamento do início da flexibilização, com a persistência dos dados fortes de atividade e inflação, embora com alguma suavização em maio.

Decomposição do movimento do dólar multilateral
(acumulado desde jun-23)



Fonte: BBG, Itaú

2. Há mais espaço para apreciação do dólar?

O comportamento do dólar à frente dependerá sobretudo da divergência de política monetária entre o Fed e os outros bancos centrais, e da evolução das tensões geopolíticas.

Esperamos ciclos de quatro cortes de 25 p.b. pelo Fed e sete pelo ECB, enquanto o mercado precifica em torno de cinco cortes pelo Fed e quatro pelo ECB. Nos EUA, atividade forte, mercado de trabalho resiliente e ritmo mensal de inflação acima do consistente com atingimento da meta no curto prazo justificam que o Fed inicie o ciclo de cortes apenas em dezembro desse ano e faça apenas mais três cortes no ano que vem. Já na Europa, inflação e atividade estão mais fracas, em linha com um início de cortes pelo ECB na reunião de junho e um orçamento total de sete cortes.

A concretização do nosso cenário pode levar a uma apreciação de cerca de 1,5% do dólar (ver tabela). Os diferenciais de juros dos EUA para a Alemanha e para o Japão devem aumentar, gerando isoladamente uma apreciação de 1,3%. Somando uma pequena queda de 2% das commodities metálicas e agrícolas até o final do ano, estimamos uma apreciação de 1,5%. Do lado geopolítico, cada 10% de alta da razão entre os preços do ouro e cobre leva a uma apreciação adicional de 2% do dólar em todos os cenários.

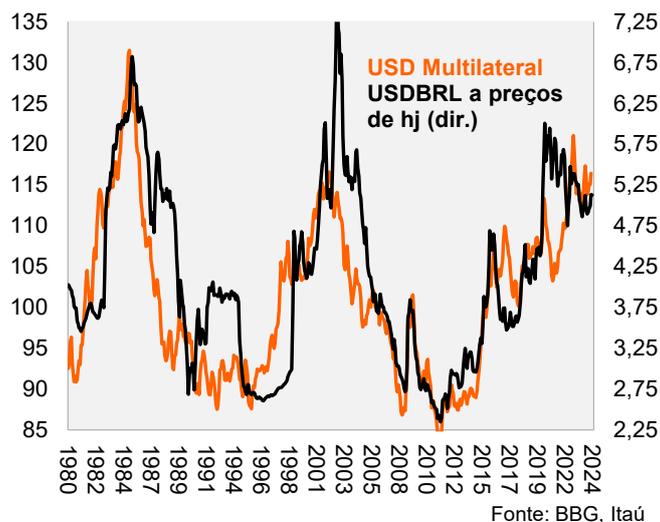
Performance do Dólar Multilateral vs atual: cenário base*						
	Cortes Fed 25-23	0	1	3	4	6
Cortes ECB 25-23	3	5,7%	4,4%	1,9%	0,7%	-1,7%
	5	6,1%	4,8%	2,3%	1,1%	-1,3%
	7	6,5%	5,2%	2,7%	1,5%	-1,0%
	9	6,9%	5,6%	3,1%	1,8%	-0,6%

*Ouro estável no nível atual; queda de 2% das commodities metálicas e agrícolas

3. Quais as implicações para o Brasil e outros emergentes?

A correlação histórica entre a taxa de câmbio real/dólar e o dólar multilateral é alta (coeficiente de correlação em torno de 0,8; ver gráfico). A nossa expectativa de um dólar forte à frente, somada ao ambiente externo desfavorável nos fez revisar recentemente a projeção do BRL para R\$ 5,15 por dólar (de R\$ 5,00) em 2024 e R\$ 5,25 por dólar (de R\$ 5,20) em 2025. Além disso, também em parte por um cenário externo pior, revisamos a projeção para a taxa Selic terminal para 10,25% a.a. (de 9,75%).

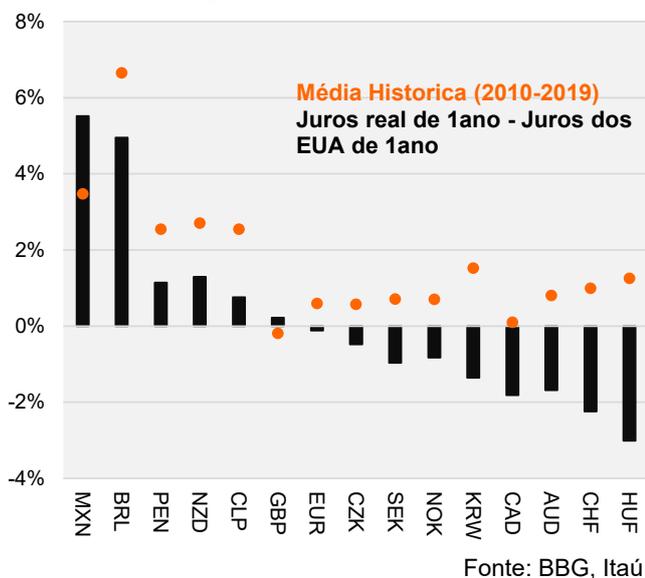
USD REER vs. USDBRL em termos reais



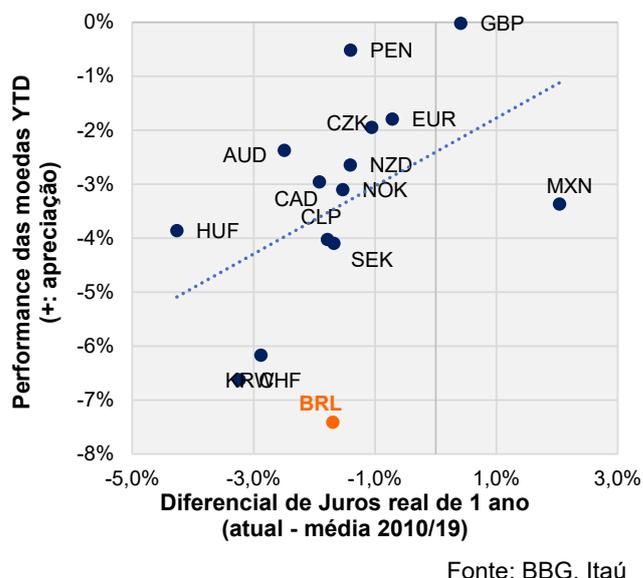
Para outros emergentes, as consequências de um Fed mais *hawkish* e um dólar mais forte devem ser parecidas, com diversos Bancos Centrais ou adiando o início do ciclo de flexibilização monetária ou reduzindo o ritmo dos cortes em vigor, além de limitar a extensão dos ciclos de cortes.

Notamos que as moedas estão respondendo aos diferenciais de juros relativamente baixos frente ao padrão histórico pré-pandemia. Os países que têm diferencial real de juros baixos na comparação com o período pré-pandemia estão tendo suas moedas mais penalizadas (ver gráficos), o que deve contribuir para manterem, de forma geral, uma política monetária mais restritiva. Em suma, com um adiamento de um ciclo de cortes do Fed, que também tende a ter um orçamento reduzido, acreditamos que o cenário de dólar forte deve persistir e pode se intensificar, gerando consequências mais negativas para as moedas cujos bancos centrais estejam com diferencial de juros menor em relação à média histórica.

Diferencial de juros de 1 ano



Juros vs Moeda



Pedro Schneider
 Laura Pitta
 Gabriella Garcia

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou de outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaubba-pt/analises-economicas>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.