



WEALTH MANAGEMENT

Relatório: Alerta para o Real

Abril de 2018

Com as seguidas reduções da taxa selic e a recente e ousada redução dos compulsórios, o banco central do brasil afrouxou a política monetária de maneira exagerada. Em um ambiente de elevação das taxas de juros americanas e incertezas políticas locais, isto coloca em risco a moeda brasileira

1. O Alerta

Existe uma restrição externa sobre o quanto podem cair os juros no Brasil. E esta restrição é dada pelas taxas de juros internacionais, o Risco Brasil e o Prêmio pelo Risco Cambial. No entanto, com as recentes reduções na taxa SELIC, que agora está em 6,5%, esta restrição não está mais sendo respeitada. Ou seja, os investidores não são mais apropriadamente compensados por estarem expostos aos Riscos de se investir no Brasil. Estas circunstâncias são agravadas pela forte redução nos compulsórios anunciada pelo Banco Central do Brasil, pelo sempre complicado ciclo eleitoral brasileiro e pela perspectiva de novos aumentos nas taxas de juros americanas.

A Figura 1 ao lado ilustra o comportamento destas diferentes variáveis desde janeiro de 1998. A restrição externa está representada pela soma da FED Funds rate (o equivalente americano a nossa taxa SELIC) com o Credit Default Swap (CDS) do Brasil – uma proxy para o Risco País – enquanto que as taxas de juros domésticas são representadas pelo CDI.

Note que as recentes reduções das taxas de juros brasileiras colocam o atual diferencial de juros em um patamar muito próximo àquele que existia no conturbado período entre 1999 e 2002, período este que foi caracterizado pela depreciação da moeda Brasileira em janeiro de 1999 e uma grave crise eleitoral entre julho e setembro de 2002.

Na verdade, o que está faltando para deixar o período atual ainda mais parecido com o de 1999-2002 é algum tipo de choque que eleve

drasticamente a taxa de Risco País. Em um ambiente de elevação das taxas de juros americanas e eleições presidenciais no Brasil, esta é uma possibilidade que não pode ser descartada.

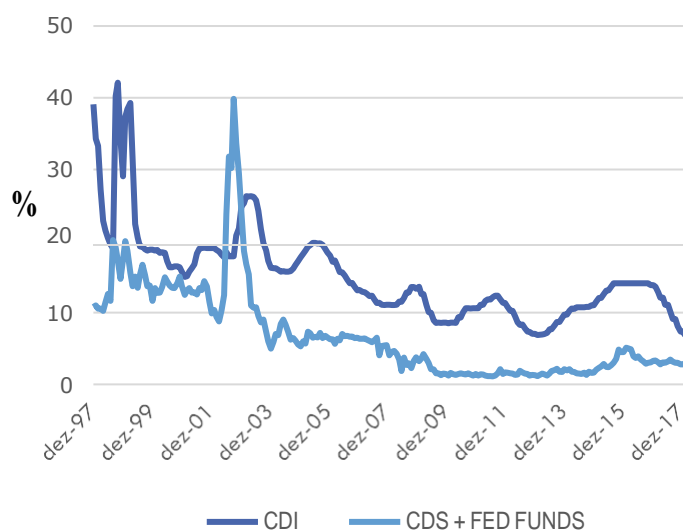


Figura 1: Evolução Histórica do CDI e Yields

A Figura 2 abaixo, ilustra as mesmas variáveis, mas sobre a ótica do diferencial de juros; ou seja, a diferença entre as taxas de juros locais (o CDI) e as taxas de juros denominadas em dólares (a FED FUNDS mais o CDS). Esta variável é uma proxy do Prêmio pelo Risco Cambial no Brasil – o quanto um investidor recebe por estar exposto à moeda brasileira. E, como bem se sabe, para o Real, este risco está longe de ser baixo.

A análise é muito simples, porém instrutiva. Pela primeira vez desde a crise de 2002, este diferencial

de juros está abaixo do intervalo de confiança de menos dois desvios padrão. Ou seja, atualmente os investidores estão sendo muito mal pagos - por uma perspectiva histórica - por sua exposição ao Risco da Moeda Brasileira. E isto aumenta sobremaneira a probabilidade de um ataque especulativo contra o real.

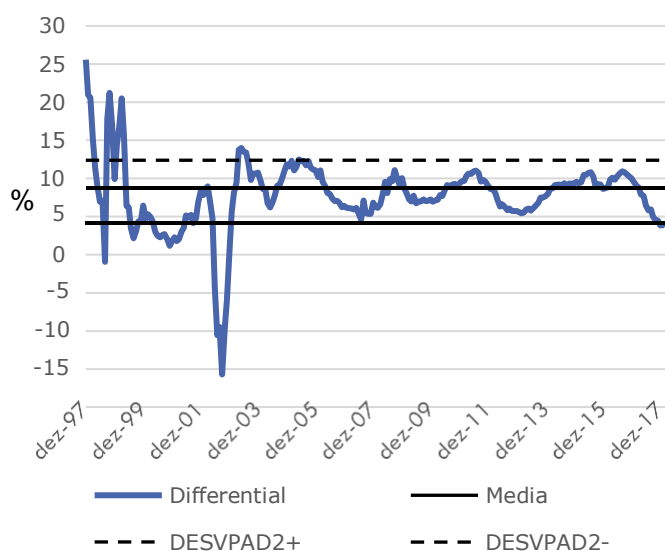


Figura 2: Diferencial de Juros e Intervalo de Dois desvios Padrão

2. Os atenuantes

Existem três atenuantes para este Alerta Vermelho. O primeiro diz respeito aos 365 bilhões de dólares que o Banco Central do Brasil possui em Reservas internacionais. É muita munição para utilizar, se necessário, para conter uma depreciação do Real. No ano de 2002, ano em que a moeda brasileira se depreciou 53%, o Brasil havia entrado em um ciclo eleitoral complicado com as Reservas Internacionais em apenas 37 bilhões de dólares, além do diferencial de juros bastante apertado.

O segundo atenuante diz respeito a conta corrente, que em 2018 caminha para um déficit baixo e aparentemente controlado, ao redor de 1.0% do PIB. Porém, em 2002, o déficit em conta corrente também estava controlado, em 1,6% do PIB, o que não impediu a forte desvalorização da moeda brasileira.

O terceiro atenuante está relacionado com a Dívida denominada em dólares, que hoje representa uma porcentagem insignificante da Dívida Líquida do Governo. Em 2002 ela representava 35% da Dívida Líquida. Neste sentido, a dinâmica da dívida pública está hoje menos vulnerável àquele ciclo vicioso observado em 2002 - em que uma desvalorização da moeda aumentava a dívida pública o que, por sua vez, assustava os investidores, o que depreciava ainda mais a moeda e assim por diante.

3. A Ressalva

Por fim, uma última ressalva. Um dos artigos clássicos de economia é uma publicação dos economistas Richard Meese e Kenneth Rogoff de 1983¹ que mostra que sorte e azar são melhores previsores da taxa de câmbio do que todos os modelos econômicos daquela época. Este artigo é uma lição de humildade para todos aqueles que se propõe a prever, como estamos fazendo neste artigo, o que vai acontecer com qualquer moeda.

Mais recentemente, os economistas Charles Engle, Nelson Mark e Kenneth West² chegaram a uma conclusão similar para os modelos econômicos de última geração: sorte e azar continuavam a ser os melhores previsores da taxa de câmbio. Mas este artigo tem um detalhe curioso. Dentre os vários modelos econômicos, aqueles baseados em Regras de Juros tem um desempenho superior aos outros. Ou seja, estes três economistas constataram que - enquanto sorte e azar permanecia na primeira colocação como previsor da taxa de câmbio - existia agora, dentre os modelos econômicos, um respeitável segundo colocado. Portanto, ainda uma grande lição de humildade para todos aqueles que se propõe a prever a taxa de câmbio.



Texto elaborado por:

Paulo Tenani
Chefe de Pesquisa Aqua Wealth Management
tenani@aquawm.com

¹ R. Meese and K. Rogoff (1983): "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they fit out of sample?". Journal of International Economics 14.

² C. Engle, N. Mark and K. West (2207): "Exchange Rate Models are not as bad as you think". NBER working paper 11318

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Produzido pela Aqua Gestão de Valores Mobiliários (“Aqua”). A finalidade deste material é ser um comentário geral do mercado. Os portfólios são meros indicadores de desempenho para os clientes, podendo não representar transações reais ou investimentos em contas de clientes. A Aqua não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações aqui contidas nem se responsabiliza por eventuais prejuízos de qualquer natureza em consequência do uso destas informações. Este material não deve ser a única fonte para avaliar e suportar a decisão de investimento, pois nem todas as ideias de investimento mencionadas são adequadas para todos os investidores (“Suitability”). O valor e os rendimentos provenientes dos investimentos estão sujeitos a variação e flutuação, não havendo garantia de retornos para os investimentos realizados. O conteúdo deste material é expressamente proibido sem autorização prévia por escrito da Aqua.

