



WEALTH MANAGEMENT

Relatório: Fundamentos ainda apontam para um Real mais fraco

Julho de 2018

Os fundamentos da moeda brasileira ainda apontam na direção de uma depreciação cambial: as taxas de juros americanas continuam em sua trajetória de alta o que, historicamente, tende a aumentar o Risco País e o Prêmio pelo Risco Cambial. Tudo isto é agravado por uma taxa SELIC excessivamente baixa.

1. Fundamentos do Real

A recente valorização do Real não muda a tendência de curto/médio prazo da moeda brasileira; que continua a ser de depreciação. As taxas de juros americanas estão apenas na metade do caminho de seu atual ciclo de elevação e talvez, em um segundo momento, as taxas de juros europeias e japonesas podem também se normalizar. Por sua vez, historicamente, taxas de juros globais mais elevadas tendem a aumentar a taxa de Risco País, o que também eleva o Prêmio pelo Risco Cambial. E todos estes três efeitos – taxas de juros globais mais altas, maior Risco País e um Prêmio por Risco Cambial mais elevado – apontam na direção de um Real mais depreciado. Tudo isto é potencializado por uma SELIC que, por motivos relacionados à atividade econômica doméstica, está excessivamente baixa – mal compensando os investidores pelo risco de estarem expostos à moeda brasileira.

Alguns cálculos são ilustrativos. Com as taxas de juros americanas em 2%, o Risco Brasil em 2,8% e a SELIC em 6,5%, sobram apenas 1,7 pontos percentuais para compensar os investidores pelo Risco Cambial, e mais todos os outros custos e riscos de se investir no Brasil. Isto é historicamente muito baixo e desde 2004, este diferencial esteve na casa dos 8%, com um desvio padrão de 2,1%. Ou seja, o diferencial atual, na casa dos 1,7% está três desvios padrão abaixo de sua média histórica

e é o mais baixo desde a crise cambial de 2002. Pior, com os juros americanos mais elevados, essa situação deve ainda se agravar.

A Figura 1 abaixo ilustra justamente esses cálculos, usando o CDI como proxy para as taxas de juros locais (SELIC) e o CDS de cinco anos como proxy para o Risco Brasil. Os dados são desde dezembro de 1997¹. Notem, pelo gráfico, que a recente redução nas taxas de juros domésticas fechou sobremaneira o diferencial de juros para um patamar muito abaixo de sua média histórica – que muito possivelmente não mais compensa o investidor por todos os custos e riscos de investir em Reais.

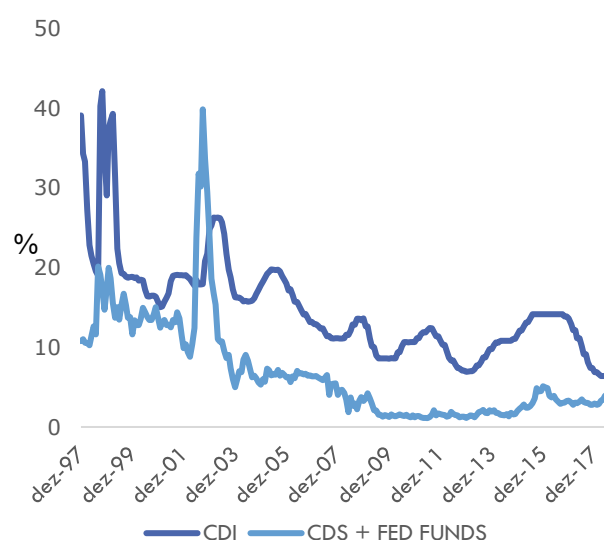


Figura 1: Evolução Histórica do CDI e Yields

¹ A soma dos juros americanos com o Risco Brasil, é chamada de yield, na Figura 1. Para os dados anteriores a 2001, é utilizado o EMBI Brasil como Proxy para o Risco País, e não o CDS de 5 anos.

2. Os atenuantes

Existem também dois atenuantes para esta tendência de depreciação do Real – ambos responsáveis pelas idas e vindas da moeda brasileira no curtíssimo prazo. O primeiro atenuante são as reservas do Banco Central do Brasil, que estão na casa dos 364 bilhões de dólares. Isto é artilharia pesada sob qualquer perspectiva. A título de comparação, na época da crise cambial de 2002, as reservas do Banco Central estavam em 37 bilhões de dólares. O segundo atenuante está relacionado com o ciclo eleitoral e a possibilidade de um candidato “reformista” – que agrade o mercado – ser eleito. Isto tem o potencial de reduzir o Risco Brasil e apreciar a taxa de câmbio.

Porém, cabe notar que nenhum destes atenuantes altera o fato de que, nos próximos anos, as taxas de juros globais devem continuar subindo e que isso, no passado, também resultou em um Risco País mais elevado, um Risco Cambial maior e uma moeda mais depreciada – independentemente de quem estava governando o país.

3. Muito barato apostar contra

Existe mais um agravante que também aponta na direção de um Real mais depreciado. Na verdade, com o diferencial de juros apertado, é muito barato apostar contra a moeda brasileira. E isso é bem preocupante em luz do atual, e complicadíssimo, ciclo eleitoral.

Por exemplo, como já mencionado na Seção 1, historicamente, o diferencial de juros entre a taxa SELIC e os “yields” foram, em média, 8% ao ano. Portanto, um investidor que quisesse apostar contra a moeda brasileira arcaria com um custo anual de 8% – o que é simplesmente uma enormidade e significa que esse investidor somente teria fôlego financeiro para apostar contra o Real durante alguns meses.

Na situação atual, o diferencial de juros é de apenas 1,7% ao ano. Portanto, investidores que queiram apostar contra a moeda brasileira tem bastante fôlego financeiro e podem, na realidade,

manter essa estratégia durante vários anos. Afinal, a volatilidade histórica do Real é de aproximadamente 16% ao ano. Nesse sentido, um movimento a favor, de apenas 0,1 desvios padrão, já seria suficiente para compensar os custos de tal estratégia.

4. A Ressalva

Por fim, a ressalva; sempre importante quando se tenta prever a taxa de câmbio. A evidência empírica mostra que “sorte ou azar” – ou, em linguagem técnica, um “passeio aleatório” – tende a ser um melhor previsor da taxa de câmbio do que TODOS os modelos econômicos, inclusive os de última geração².

Nós, da AQUA Wealth Management, sabemos disso. E em luz deste Relatório, que tenta justamente prever o movimento futuro da taxa de câmbio, queremos alertar nossos clientes de que previsões sobre o comportamento da taxa de câmbio, é um exercício de futurologia simular ao que é feito por videntes, cartomantes ou sensitivos. No entanto, acreditamos sim que os fundamentos econômicos prevalecem no longo prazo na determinação da tendência dos preços dos ativos financeiros, e por isso respaldamos as discussões de nossos comitês de investimento nos mais modernos modelos e teorias econômico-financeiras. E levando tudo isso em consideração, é importante destacar que apostas nos movimentos da moeda brasileira, sejam elas para cima ou para baixo, devem ser feitas com o devido cuidado: dentro de um contexto de diversificação, controle de risco e ajustadas para os objetivos e perfil de cada investidor.



Texto elaborado por:

Paulo Tenani

Chefe de Pesquisa Aqua Wealth Management
tenani@aquawm.com

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.

