



WEALTH MANAGEMENT

Relatório: Fechando a aposta contra o Real

24 de setembro de 2018

Com a taxa de câmbio acima dos 4 Reais por dólar, a conta corrente brasileira deve apresentar fortes superávits – o que impõe um limite sobre o quanto mais a moeda brasileira pode se depreciar. Por este motivo a AQUA Wealth Management decidiu reduzir para zero a sobre-exposição em dólar nos seus portfólios locais.

1. O ajuste dos fundamentos

A recente desvalorização do Real em 30% nos últimos doze meses, para 4 Reais por dólar, representa um importante ajuste nos fundamentos da conta corrente brasileira que, a partir de 2019, deve apresentar fortes superávits - na casa de 1,5% do PIB.

Na verdade, este foi um segundo movimento na moeda brasileira, e deve ser somado à desvalorização de 50% ocorrida entre 2014-2015. Neste sentido, nos últimos quatro anos o ajuste total da moeda brasileira foi uma desvalorização de 81%: de 2,236 Reais por dólar em agosto de 2014 para 4,054 Reais por dólar em agosto de 2018. Este é um ajuste considerável e está ilustrado na Figura 1 abaixo, que descreve a evolução mensal da taxa de câmbio nos últimos cinco anos.

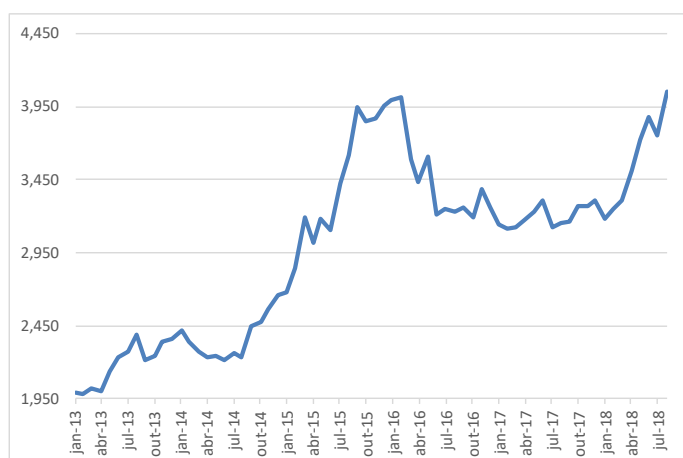


Figura 1: Taxa de câmbio Real-Dólar

Como a inflação brasileira no período foi de aproximadamente 30%, a taxa real de câmbio se ajustou em mais de 50%, o que talvez seja suficiente para manter a competitividade do Brasil na economia global mesmo com toda a incerteza política e problemas estruturais do país. Afinal, sempre existe uma taxa de câmbio suficientemente fraca para compensar qualquer piora dos fundamentos. E uma taxa de câmbio Real-Dólar acima dos 4 Reais por dólar já parece ter feito grande parte deste ajuste.

2. O Brasil no PIB global

A magnitude do movimento na taxa de câmbio pode ser melhor compreendida quando analisamos a participação do Brasil no cenário global. Por exemplo, a título de comparação, com o câmbio a 4,05 Reais por dólar, o Brasil representa hoje 1,91% do PIB global, comparado com 3,23% em 2013 e uma média histórica de 2,1%. Isto é ilustrado na Figura 2 que mostra a evolução histórica do PIB brasileiro como proporção do PIB mundial desde 1980.

Note, pela Figura 2, que a menor participação do Brasil ao longo de toda a amostra foi em 1980, durante a crise da dívida externa, quando o Brasil representava 1,31% do PIB Mundial. Nas circunstâncias atuais, isto equivaleria a uma taxa de câmbio de 6 Reais por dólar ou uma desvalorização de mais de 50% da moeda brasileira dos seus níveis atuais.

Por outro lado, na crise eleitoral de 2002, quando existia o risco de um rompimento institucional, o

PIB brasileiro chegou a representar 1,43% do PIB global, o que, nas circunstâncias atuais, requereria uma depreciação adicional da moeda brasileira de mais 37%, para 5,6 Reais por dólar.

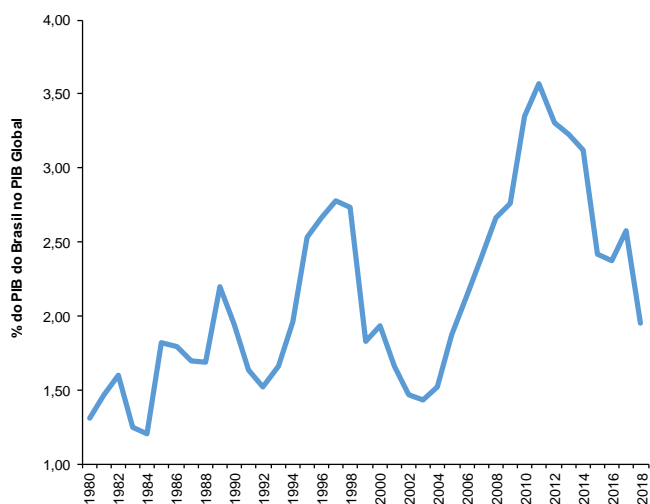


Figura 2: % PIB Brasileiro no PIB Global

Obviamente os cálculos acima podem ser interpretados de diferentes maneiras. Mas uma possível interpretação é que, com a taxa de câmbio acima de 4 Reais por dólar, grande parte do ajuste do Real já parece ter se completado.

Por outro lado, se o Brasil for retornar aquele seu mínimo histórico de 1,31% do PIB global, atingido durante a crise da dívida externa na década de 1980, ainda existe espaço para uma depreciação de 50% da moeda brasileira, para 6 reais por dólar. No entanto, o Brasil retornar a uma situação tão severa quanto a década perdida dos anos 1980, não é o cenário base da AQUA Wealth Management.

3. Conclusão

Em luz dos argumentos acima, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management decidiu zerar a sobre-exposição em dólares nos portfólios locais, reduzindo sua alocação em dois passos: de "Overweight" para "Neutro". Ou seja, os portfólios locais não estão mais sobre-allocados na moeda norte americana.

No entanto ainda existem riscos e a moeda brasileira pode muito bem continuar a se depreciar. Na verdade, pelo lado da conta de capital, os fundamentos continuam a apontar na direção de um Real mais fraco. Afinal, a incerteza eleitoral

continua alta – o que afeta o Risco Brasil - e, com a taxa SELIC a 6,5% ao ano, o diferencial de juros está muito apertado - o que torna pouco custoso apostar contra a moeda brasileira. Além do mais, o ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos ainda não está concluído e as primeiras rachaduras na parede dos emergentes já começaram a aparecer, com Argentina e Turquia entrando em crise. Ou seja, existe uma lista de fatores que ainda apontam na direção de um Real mais fraco.

Mas existem também riscos na direção de um Real mais forte pois, com a taxa de câmbio acima dos 4 Reais por dólares, os fundamentos pelo lado da conta corrente são bastante positivos e impõe um forte limite sobre o quanto a moeda brasileira pode ainda se desvalorizar. E isto vem a somar aos 380 bilhões de dólares de reservas internacionais do Banco Central do Brasil. Estes são dois fatores que apontam na direção de um Real mais forte.

Na verdade, na opinião da AQUA Wealth Management, existe um equilíbrio tênue entre estes dois conjuntos de forças - o que torna investimentos na direção de um Real mais forte ou mais fraco ainda mais arriscados do que normalmente já são. Por estes motivos, a AQUA Wealth Management decidiu reduzir sua sobre-alocação em dólares nos portfólios locais para neutro, de "overweight". Ou seja, dadas as incertezas sobre a direção da taxa de câmbio, a exposição direta dos portfólios ao câmbio foi "neutralizada". Isto está ilustrado na Figura 3 abaixo que reflete o posicionamento da AQUA Wealth Management nas classes de ativos locais.

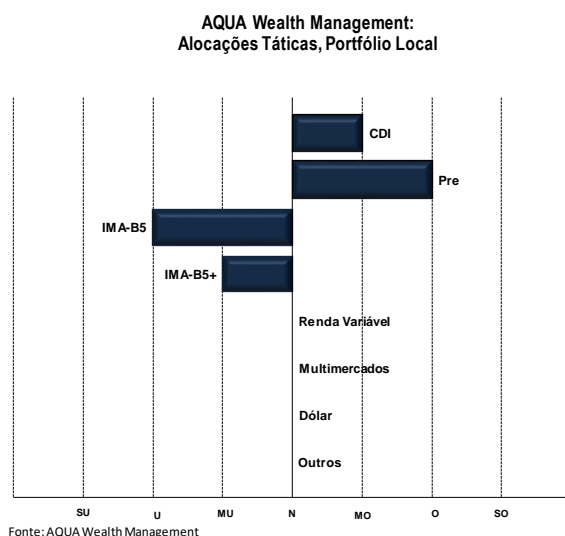


Figura 3: Posicionamento AQUA Wealth Management

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.

