



WEALTH MANAGEMENT

## Relatório: Fundamentos do Real - um pouco menos preocupantes

28 de agosto de 2018

**Uma taxa SELIC extraordinariamente baixa, agravada por juros americanos em elevação e uma perversa dinâmica eleitoral no Brasil, são um convite para uma bolha especulativa no mercado de câmbio. Por outro lado, com o câmbio a 4,1 Reais por dólar a conta corrente brasileira deve, já em 2019, alcançar um forte superávit.**

### 1. O lado ruim dos Fundamentos

Muitos dos fundamentos do Real continuam a apontar na direção de uma moeda mais fraca: (i) O Banco Central do Brasil, como consistentemente acontece em períodos eleitorais, novamente exagerou nos cortes da taxa SELIC que, a 6,5% ao ano, mal compensa os investidores pelas taxas de juros americanas (2% ao ano), o Risco Brasil (2,5%) e o prêmio pelo Risco Cambial. (ii) Esta situação é agravada pela perspectiva de alta nas taxas de juros americanas que, usualmente, também aumentam tanto o Risco País quanto o Prêmio pelo Risco Cambial.

Para a moeda brasileira, este tipo de cenário significa um choque quádruplo na direção de uma desvalorização: choque no juro americano, no Risco País e no Risco Cambial - tudo isto magnificado por um diferencial de juros apertado

### 2. Riscos de Bolha no câmbio

Na verdade, taxas de juros assim baixas já são, por si só, um convite para uma bolha especulativa no mercado de câmbio: afinal, torna-se barato apostar contra a moeda local. Some-se a isto uma dinâmica eleitoral perversa - com sua tradicional dose de ruídos e rumores de mercado - e tem-se a combinação perfeita para uma forte desvalorização cambial. Não é à toa que o Real está a 4,10 Reais por dólar e em tendência de alta.

A Figura 1 abaixo ilustra quão vulnerável tornou-se a moeda brasileira em luz desta SELIC muito baixa. Os dados iniciam-se em dezembro de 1997<sup>1</sup> e ilustram o CDI como proxy para as taxas de juros locais (SELIC) e o CDS de cinco anos como proxy para o Risco Brasil.

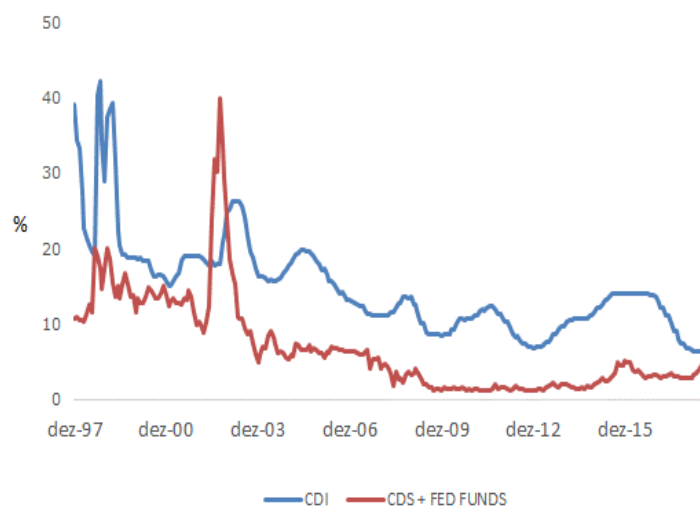


Figura 1: Diferencial de Juros no Brasil

Notem pelo gráfico que, a recente redução na taxa SELIC fechou exageradamente o diferencial de juros. Ou seja, nas circunstâncias atuais, a ponta curta da curva de juros brasileira já não paga mais o investidor por todos os custos e riscos - que não são nada baixos - de se investir na moeda brasileira.

<sup>1</sup> 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.

Portanto, diferentemente do que acontecia no passado, quando o diferencial de juros era em média de oito pontos percentuais, hoje está muito barato apostar contra a moeda brasileira. E isto aumenta os riscos da desvalorização do Real adquirir vida própria e terminar em uma bolha especulativa.

### 3. O lado bom dos fundamentos

No entanto, com a taxa de câmbio a 4,1 Reais por dólar – o que equivale a uma desvalorização de 30% da moeda brasileira com relação a agosto de 2017 – alguns outros fundamentos do Real começam a apontar na direção de uma moeda estável ou até mesmo mais forte.

Estes fundamentos estão relacionados à dinâmica da conta corrente brasileira que, com um Real assim desvalorizado, pode muito bem passar a ser superavitária em 2019 – depois de onze anos seguidos de déficits.

A Figura 2 abaixo ilustra a evolução, desde 1980, da porcentagem do PIB Brasileiro em termos do PIB mundial. Este é um determinante fundamental da magnitude do saldo em transações correntes do Brasil, com o país usualmente tendo déficits quando esta porcentagem está acima da taxa média e superávits quando ela está abaixo.

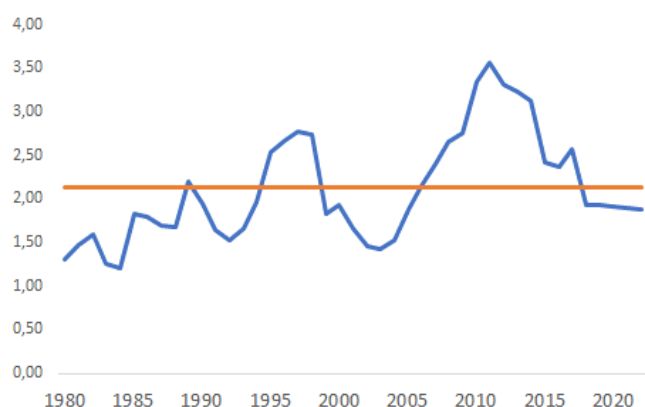


Figura 2: PIB Brasileiro com % do PIB Global

Note que, pela Figura 2, desde 1980, o PIB brasileiro tem representado, em média, 2,13% do PIB mundial, atingindo um mínimo de 1,2% em 1984 e um máximo de 3,57% em 2011. Porém, com uma taxa de câmbio a 4,10 Reais por dólar, o PIB brasileiro passa a representar apenas 1,9% do

PIB global – mesmo lugar aonde estava em 2005, quando o superávit em conta corrente do Brasil suplantava os 1,5% do PIB. Ou seja, por este indicador, a recente desvalorização do Real pode muito bem não apenas trazer o saldo em transações correntes para um superávit, como também este superávit pode vir a ser superior a 1% do PIB – o que seria uma ótima notícia para o Real.

### 4. Conclusão

Em luz dos argumentos acima, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management decidiu reduzir a exposição em dólares nos portfólios locais em um passo: de “Strong Overweight” para “Overweight”. Ou seja, os portfólios continuam “sobre alocados” na moeda norte americana, mas agora com menor intensidade – e não mais na sua máxima alocação tática como até então.

O motivo desta redução da posição em dólares está relacionado aos efeitos que a atual desvalorização do Real possa ter sobre o saldo em conta corrente brasileiro. Na verdade, com o câmbio a 4,1 Reais por dólar, a moeda brasileira perdeu 30% de seu valor ano a ano – um movimento de magnitude suficiente para reduzir o déficit em pelo menos 1,5 pontos percentuais do PIB. Ou seja, a conta corrente brasileira pode possivelmente voltar ao território positivo em 2019, depois de 11 anos de seguidos déficits comerciais.

Por sua vez, uma conta corrente positiva é uma condição necessária – porém não suficiente – para a valorização da moeda brasileira. E justamente está boa notícia vem agora somar aos 360 bilhões de dólares de Reservas Internacionais do Banco Central do Brasil, que também apontam na direção de um Real mais forte.

Por outro lado, como argumentado acima, existem também forças na direção de um Real mais depreciado; todas elas derivadas de uma taxa SELIC muito baixa em um cenário de elevação das taxas de juros norte-americanas e uma conturbada eleição presidencial no Brasil.

Por este motivo a AQUA Wealth Management mantém a “sobre alocação” em dólar nos seus portfólios locais, apenas reduzindo a magnitude desta “sobre alocação”: de um “Strong Overweight” para um “Overweight”.



Texto elaborado por:

**Paulo Tenani**

**Chefe de Pesquisa Aqua Wealth Management**

**[tenani@aquawm.com](mailto:tenani@aquawm.com)**

## 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.

