



Wealth High Governance

15 de março de 2021

Economic Insights

Uma visão de mercado para seus investimentos



O que acontece com o Real?

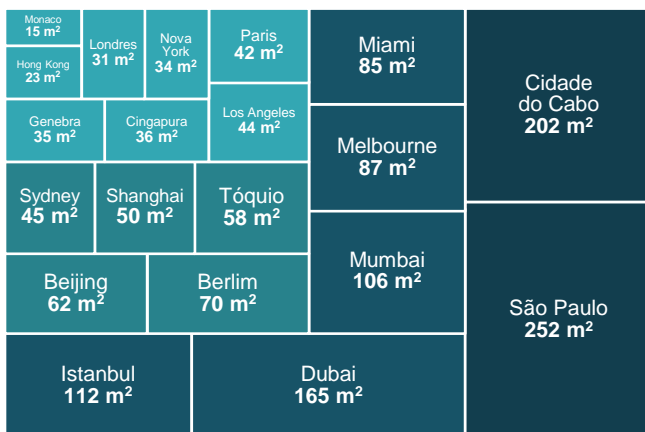
Uma das perguntas mais recorrentes sobre a economia brasileira é o que acontece com a taxa de câmbio (BRL). Desde 2017 a moeda perde valor não só contra o USD como também em relação aos seus principais pares (como o peso mexicano, o peso chileno, e o rand sul-africano).

A sensação é que o BRL está barato. E quando observamos algumas evidências do dia-a-dia, essa percepção parece fazer sentido. Colocamos abaixo três exemplos para ilustrar (deixamos mais alguns outros no anexo no final).

- 1) São Paulo é a cidade onde mais m² se consegue comprar de um imóvel de alto padrão com USD1MM entre as principais cidades do mundo.

O mais caro metro quadrado em propriedades residenciais de alto padrão no mundo

Metros quadrados em propriedades residenciais de alto padrão que USD1MM pode comprar

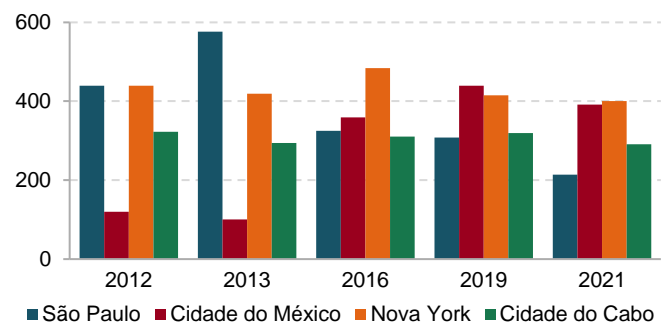


Fonte: Statista

- 2) Uma diária em um hotel 5 estrelas em São Paulo chegou a ser mais caro do que em Nova York em 2013. Atualmente, se hospedar em São Paulo custa metade do preço de Nova York e até menos do que a Cidade do Cabo, na África do Sul.

Diária em hotel 5 estrelas

Em USD

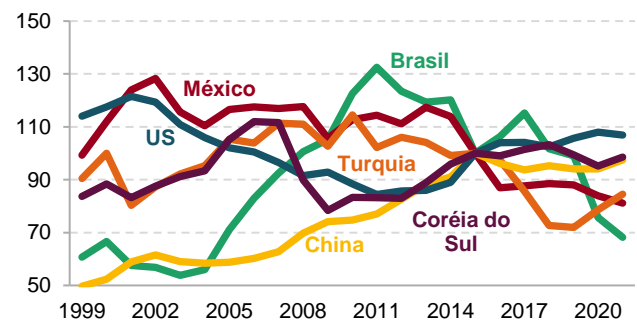


Fonte: Deutsche Bank e WHG

- 3) O custo unitário do trabalho (salário por unidade de produção) que era altíssimo no Brasil no começo da década passada já caiu 49% desde 2011.

Custo Unitário do Trabalho

OCDE - Indicador de Competitividade (2015=100)



Fonte: OCDE e WHG

De certa forma, estamos vivendo o outro lado da moeda que testemunhamos entre 2010 e 2012, quando valia a pena viajar para Miami para consumir lá. Em 2010, o Brasil foi o país que saiu mais rápido da crise e crescia bastante, o boom de commodities estava em seu auge e tínhamos o Presidente mais popular do mundo, além de uma Selic de ~10%! Na década seguinte, vivemos o

contrário disso, o que explica a grande desvalorização do BRL entre 2011-2019.

Nesse período tivemos a (i) forte correção nos termos de troca (-13%); o (ii) dólar forte no mundo (+28%) e (iii) e o baixíssimo crescimento brasileiro no período: para se ter uma ideia, a expansão acumulada do PIB brasileiro foi de 5,5% enquanto o PIB dos países emergentes (ex-China) se expandiu em 33%. A economia dos EUA cresceu no mesmo período 22%.

Essa parte da história é simples de entender. O curioso é que nos últimos dois anos as commodities se valorizaram bastante e nesse período o real enfraqueceu mais 50%! Em 2020, o BRL caiu 29% e no início de 2021 mais ainda, resultando na pior performance entre as 20 principais moedas do mundo. Como podemos justificar esse comportamento do BRL desde o início da crise do Covid19? Avaliamos que há uma interrelação de fatores que iremos detalhar abaixo.

Existe um certo consenso que a reação da política fiscal aos efeitos da Covid19 foi exagerada. Gastamos muito além do que outros países emergentes numa situação fiscal inicial bem mais delicada. Essa interpretação não é compartilhada sobre a política monetária, onde julgamos que também houve uma reação excessiva.

Na esteira da resposta dos bancos centrais dos países desenvolvidos, o Banco Central do Brasil (BCB) cortou a taxa Selic para a mínima histórica de 2%. A pergunta que nós fazemos é se essa taxa de juros não é baixa demais para os padrões brasileiros.

Segundo estudo do FMI¹, os países emergentes enfrentam um limite inferior para a taxa de juros (*effective lower bound*) acima de 0%. Tal limite depende das condições financeiras globais e dos riscos domésticos medido pelo apetite do investidor por títulos públicos do país emergente em questão. Quanto maior o risco doméstico e a taxa de juros global, mais elevado é o piso da taxa de juros doméstica. Cortes da taxa básica de juros além de seu limite inferior podem gerar um grande

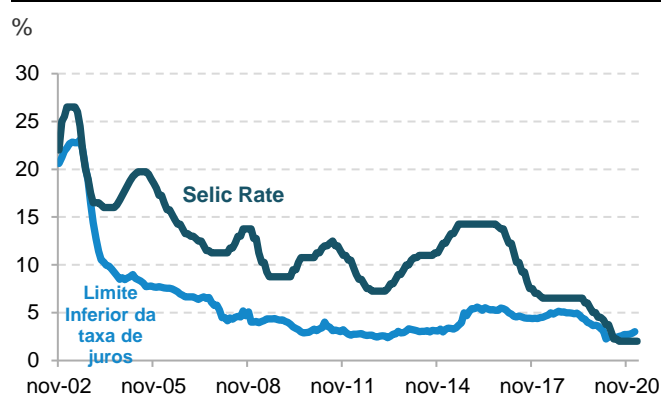
descolamento das taxas de mercado para a taxa básica de juros (ou seja, forte aumento dos prêmios de riscos), depreciação cambial excessiva, piora na transmissão da política monetária e um crescimento do PIB inferior ao desejado.

Utilizando esse conceito como base, buscamos construir uma métrica para o limite inferior da taxa de juros para vários países emergentes.

Para as condições financeiras globais, usamos uma média de dois indicadores: (1) a taxa de juros de 10 anos dos títulos públicos americanos e (2) a taxa básica de juros dos Estados Unidos. No caso brasileiro, adicionamos também o Cupom cambial de 1 ano por representar a taxa de juros em USD vigente no país. Para o risco doméstico, usamos o CDS de 5 anos numa janela móvel de 12 meses².

Os gráficos abaixo mostram os resultados para o Brasil desde 2002. Usualmente, o país sempre trabalhou com um prêmio entre a taxa básica de juros e o seu limite inferior com oscilações naturais do ciclo econômico ao longo do tempo. O que chama a atenção é que em junho de 2020, a taxa Selic cruzou seu limite inferior e desde lá a diferença entre a taxa Selic e seu limite inferior tem ficado cada vez mais negativa dado que o piso calculado para a taxa de juros tem subido. Nossos cálculos mostram que esse limite inferior está em 3.15% atualmente.

Taxa Selic vs Limite inferior da taxa de juros



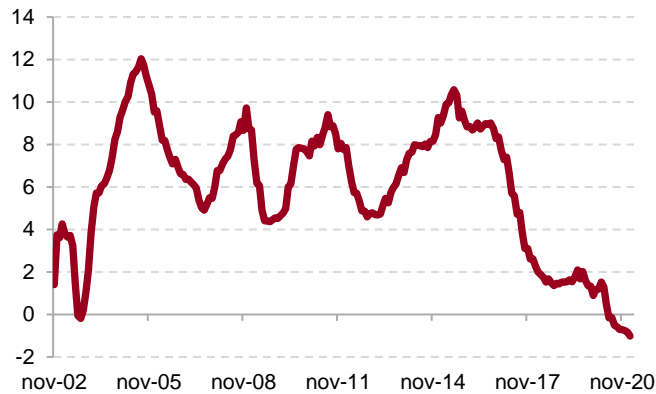
Fonte: Bloomberg e WHG

¹ The Expansionary Lower Bound: Contractionary Monetary Easing and the Trilemma

² O limite inferior da taxa de juros pode ser definido então como:
 $LIJ = i^* + CDS\ 5y$

Brasil: Hiato dos juros

Taxa Selic - Limite inferior da taxa de juros (%)

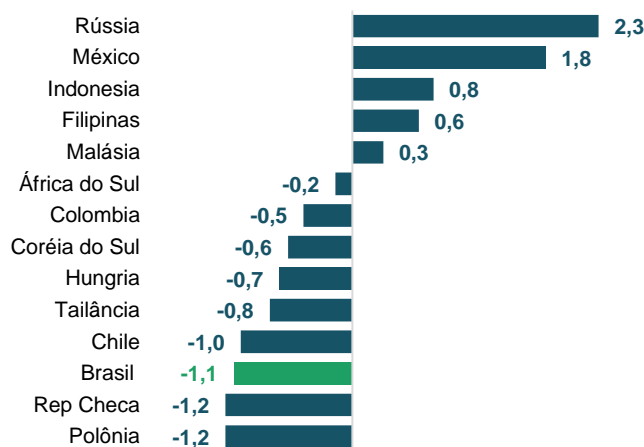


Fonte: Bloomberg e WHG

É interessante comparar o caso brasileiro com os demais países emergentes que sofrem da mesma restrição. O Brasil foi um dos países mais agressivos em sua política monetária (só perdeu para a Polônia e República Checa que são fortemente influenciados pela política monetária da Zona do Euro). Países semelhantes ao nosso (como México, Rússia) mantiveram uma “gordura” em relação ao seu piso de juros, enquanto a África do Sul está num nível neutro. Talvez o BCB tenha exagerado na dose do estímulo do monetário em cerca de 100bps a 125bps.

Países Emergentes: Hiato dos juros

Taxa básica de juros - Limite inferior (%)



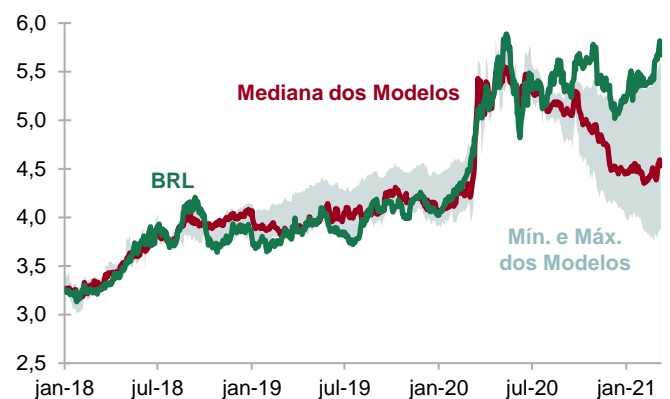
Fonte: Bloomberg e WHG

Certamente a normalização da taxa Selic nos próximos meses vai corrigir essa distorção e possivelmente ajudará na dinâmica do BRL. Julgamos que essa ação do BCB é condição necessária, mas não suficiente para apreciar o real. A narrativa criada pela equipe econômica de que o país agora tem “juro baixo e câmbio desvalorizado” e que essa combinação é positiva para a economia se mostrou de pouco sucesso. Pior, afetou negativamente o canal de confiança do investidor doméstico que usualmente carregou seus ativos financeiros em reais. A intenção em diversificar sua poupança em moeda estrangeira nunca foi tão forte, o que mostra que não só o investidor estrangeiro tem pouco interesse em ativos brasileiros, como agora também o cativo investidor local busca alternativas fora do Brasil. E uma vez perdida essa confiança, é difícil reconquistá-la.

Uma amostra desse grau de desconfiança no BRL é a distorção entre o que os tradicionais modelos de taxa de câmbio apontam como valor justo da moeda e o seu valor corrente. A partir de agosto de 2020, não só o BRL passou a operar acima do modelo que gera a projeção mais pessimista para a moeda, como também a dispersão das projeções aumentou muito. A quebra de correlação entre os preços das commodities e o BRL é inédita e justifica boa parte da discrepância vista nos modelos.

Modelos para a taxa de câmbio (USD/BRL)

(CDS, CRB, USD Index, Swap360, UST10y)



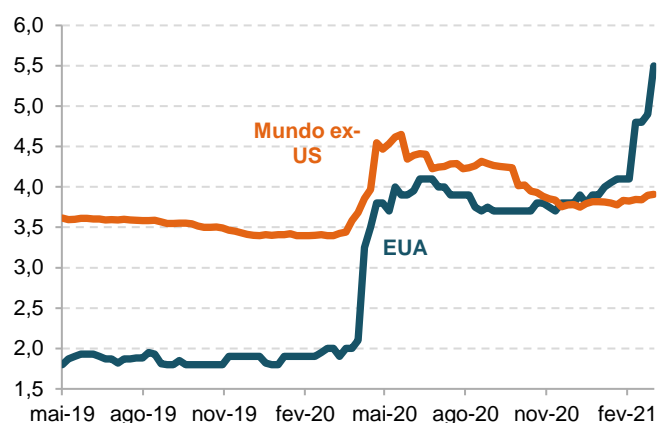
Fonte: WHG

Alimentam a distorção acima uma inesgotável sequência de notícias negativas. Em um momento em que o mundo desenvolvido se prepara para voltar à normalidade, temos uma forte piora da pandemia no Brasil com impactos negativos sobre a perspectiva de crescimento desse ano. Isso deteriora ainda mais as contas públicas (seja pela receita de impostos menor, seja pela maior transferência de renda). E como se não bastasse tudo isso, a decisão do STF de anular a sentença do ex-presidente Lula, tornando-o elegível para as eleições de 2022, só adiciona mais incerteza ao país.

Por fim, não podemos nos esquecer do cenário global. O BRL, que não acompanhou a retomada de ativos cíclicos/commodities nos últimos 6 meses, agora se depara com um cenário arriscado para emergentes. Uma combinação de forte estímulo fiscal e de um rápido processo de vacinação nos EUA tem levado o mercado a revisar fortemente sua projeção do PIB americano para cima. O novo excepcionalismo americano tem dado sustentação ao USD no mundo.

Projeções para o PIB21

EUA vs Mundo ex-EUA (%)



Fonte: Bloomberg e WHG

Sabendo que o BRL parece estar barato (vide as evidências anedóticas e os modelos econômicos), quais fatores levariam a uma melhora do desempenho do BRL? No curto prazo, os ativos brasileiros estão bastante correlacionados com o ciclo da Covid19. Hoje estamos na contramão dos países desenvolvidos: estamos no pior momento da

pandemia, com os governos impondo novas medidas de isolamento e os economistas revisando suas projeções de crescimento para baixo.

Entretanto, continuamos otimistas quanto ao processo de vacinação no Brasil. Como escrevemos em nossa Economic Insights de 5 de fevereiro, devemos ver uma aceleração da imunização no país entre março e abril. Se esse cenário se materializar, veremos uma “luz no fim do túnel” com a perspectiva de algum controle da doença no Brasil. A população idosa estaria imunizada até junho e a população adulta entre novembro e abril do próximo ano. Isso deve gerar uma recuperação mais rápida da economia no segundo semestre do ano, dando sustentação aos ativos domésticos.

O ciclo de aperto monetário que se inicia em 17/mar é outro fator relevante para a moeda. Conforme detalhamos acima, corrigir os excessos dos cortes de juros entregues em 2020 vai ajudar a estabilizar a moeda, ao trazer o grau de estímulo monetário para próximo dos demais países emergentes.

Mas apesar desse potencial “vento favorável” ao BRL no futuro próximo, há limites para essa melhora. A incerteza na economia brasileira aumentou para os próximos 18 meses com a possibilidade de candidatura do ex-presidente Lula. É difícil ter uma posição estruturalmente comprada em Brasil com uma eleição binária (pela terceira vez seguida) pela frente.

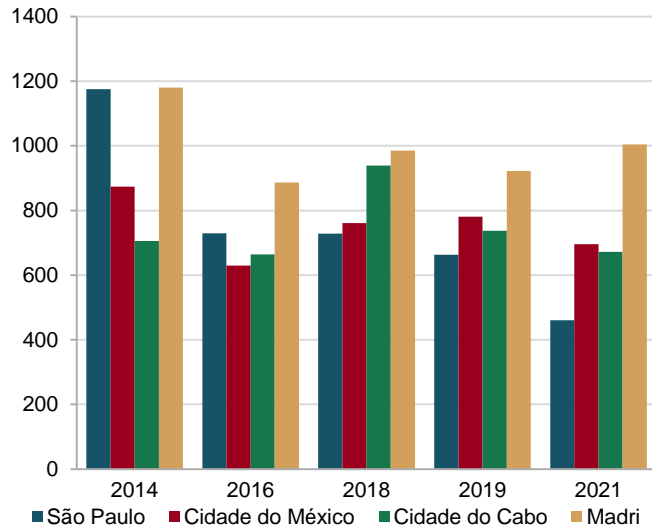
Movimentos de apreciação do BRL (para algo entre 5.25 a 5.40) podem ser vistos como uma ótima oportunidade de diversificar o portfólio em moeda estrangeira. Isso cria uma certa resistência a uma forte valorização do real. Não vemos o USD abaixo de 5.00 reais tão cedo.

É por isso que voltamos a importante questão da confiança que os agentes possuem em sua moeda. Nos parece que esse “cristal foi trincado” no Brasil no último ano e não bastará um ajuste da política monetária para consertá-lo. Talvez apenas com uma visão mais clara de qual será o caminho a ser seguido pelo país ao longo do ano eleitoral poderemos ver uma genuína reconciliação entre o investidor local e sua moeda.

Anexo

Aluguel Mensal em USD

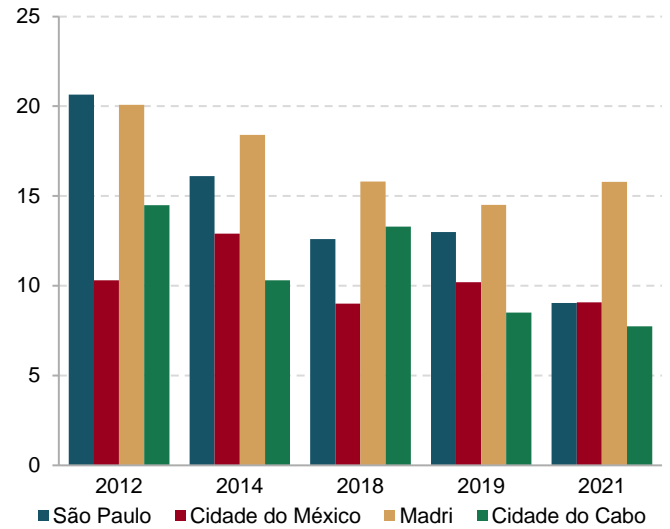
Apartamento de 2 quartos



Fonte: Deutsche Bank e WHG

Corte de Cabelo Masculino

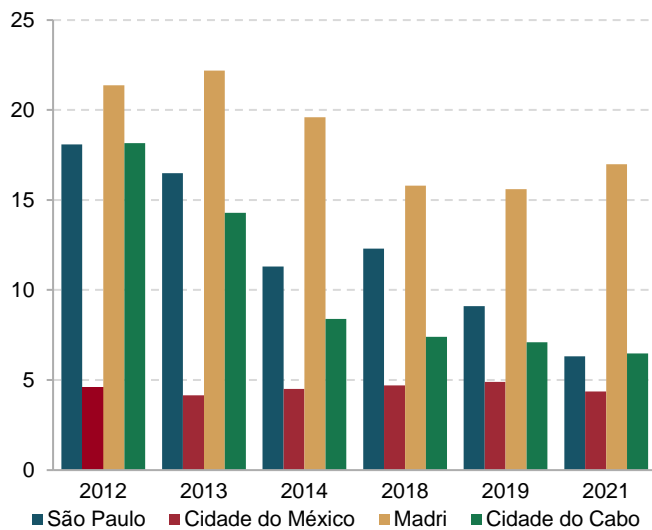
USD



Fonte: Deutsche Bank e WHG

Corrida de Táxi (8km)

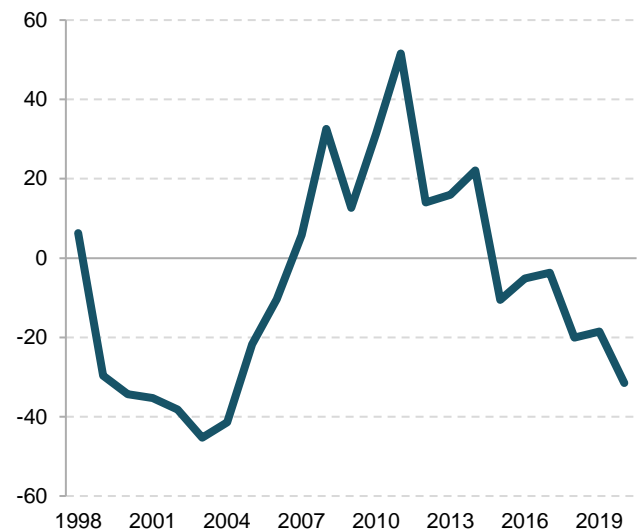
USD



Fonte: Deutsche Bank e WHG

Índice Big Mac vs USD

(+ apreciado / - depreciado)



Fonte: The Economist e WHG

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Fernando Fenolio


Economista-chefe
da Asset Management
fernando.fenolio@whg.com.br

Tony Volpon

Estrategista-chefe
tony.volpon@whg.com.br

Bruno Diniz

Head de Produtos
bruno.diniz@whg.com.br

 Avenida Cidade Jardim, 803 | 7º andar
Itaim Bibi | São Paulo | CEP 01453-000

 www.whg.com.br

 [WHG no LinkedIn](#)