

Um exercício sobre o Dólar!

03/05/2018 | Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

Um exercício sobre o Dólar!

Ao longo das últimas semanas temos visto o real se desvalorizar de forma considerável frente ao dólar. Surpreendendo até aos mais especialistas no assunto, hoje (09/05/2018), ele superou a marca dos R\$3,60. Maior valor em dois anos. No dia 4 de maio, a pesquisa Focus, que dá a expectativa dos agentes de mercado para a moeda, indicava um câmbio de final de período em R\$3,37. No dia 29 de março era de R\$3,30. Mas, o que aconteceu para que as coisas mudassem repentinamente?

Estamos acostumados a ver esse efeito às vésperas de viajar, e observamos inúmeras vezes o dólar subir rapidamente, sem dar tempo de nos anteciparmos. Mas geralmente esses eventos estão ligados a algum stress local.

Estamos muito acostumados a olhar para o nosso umbigo, para entender esses movimentos. Porém, o que temos observado dessa vez é que até os mais entendidos do assunto tem tido dificuldade em entender o que está se passando. Vários artigos têm debatido qual o efeito que está por trás da alta recente, mas, em se tratando de cambio, é preciso uma análise mais detalhada, bem mais detalhada, para limpar os ruídos e identificar o que é realmente significativo para uma conclusão.

Nesse artigo discorreremos sobre um estudo que o nosso economista, Lívio Ribeiro, fez em conjunto com o seu grupo de pesquisas do Instituto Brasileiro de Economia – IBRE/FGV (a versão completa do estudo pode ser encontrada no blog do IBRE nesse [link](#)).

Desde o final de janeiro deste ano, observamos um importante aumento da cotação da taxa de câmbio, saindo de R\$ 3,15/US\$ para aproximadamente R\$ 3,50/US\$. Este movimento não foi distribuído de forma homogênea e ganhou renovada atenção nas últimas semanas: no final de março, a taxa de câmbio ainda se situava em torno de R\$ 3,30/US\$.

Com o ressurgimento do interesse sobre a questão cambial, começaram a aparecer inúmeras explicações para o movimento recente da moeda - muitas vezes usando argumentos completamente opostos. Uma primeira teoria aponta que a depreciação reflete, principalmente, o aumento do risco percebido em nossa economia, o que estaria associado à piora tanto do cenário corrente (crescimento mais fraco do que o esperado, juntamente com elevado desemprego, e um fraco desempenho fiscal do governo) como das perspectivas futuras (em especial a letargia da agenda de reformas estruturais). Desnecessário dizer que as incertezas em torno da prisão do ex-presidente Lula e da eleição de outubro teriam grande participação nisso.

Uma segunda teoria coloca peso na diminuição do diferencial de juros entre a economia brasi-

Um exercício sobre o Dólar!

03/05/2018 | Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

leira e a economia internacional como o fundamento que estaria levando a um enfraquecimento relativo de nossa moeda. A lógica é simples: em um mundo de liquidez abundante e sedento por rentabilidade, as elevadas taxas de juros brasileiras representavam um atrativo para influxos de capital e, portanto, fortalecimento da nossa moeda. Com a forte queda dos juros brasileiros (são quase 800 pontos de corte da SELIC desde o final de 2016, para um novo mínimo histórico de 6,5%a.a.), esse fator de sustentação teria se perdido. Os agentes econômicos estariam migrando para outras moedas ou classes de ativos em busca de maiores retornos, e isso estaria levando ao enfraquecimento do Real.

Uma terceira teoria é, na verdade, uma forma alternativa de ver como o diferencial de juros afeta a nossa moeda. A ideia central é de que a relação entre juros e moeda é distinta de acordo com o nível do diferencial – quanto menor, maiores são os seus efeitos. Essa “não linearidade” ajudaria a explicar o motivo de que, somente agora, o diferencial de juros está pesando tanto nas cotações do Real. Mais ainda, como se espera que o diferencial continue a cair adiante, tanto por recuo da nossa taxa como por aumento da taxa americana, a pressão sobre a moeda continuaria existindo e tenderia a se intensificar.

Por fim, a quarta teoria coloca mais peso na evolução negativa da conjuntura internacional como o fator a enfraquecer a nossa moeda. Sob esta ótica, os movimentos recentes do Real estariam inseridos dentro de um contexto de gradual fortalecimento do dólar americano, de maior crescimento relativo dos EUA e de revisões altistas no orçamento total dos juros pelo FED devido à emergência de (moderadas) pressões inflacionárias. Adicionalmente a isso, estaria ocorrendo um aumento da incerteza global associado aos efeitos do pacote fiscal americano, ao avanço do contencioso pacote comercial global, juntamente ao início de um processo de desaceleração gradual da economia chinesa, o que gera consequentes oscilações nos preços de commodities, e à emergência de incertezas sobre a recuperação europeia. Mais incerteza, mais pressão sobre as moedas emergentes – Brasil entre elas.

Qual a nossa posição nesse debate? Como sempre, a verdade deve estar em algum ponto no meio do caminho. Todos os fatores elencados acima têm ocorrido, em maior ou menor grau, pelo menos desde o final do ano passado. A questão relevante é, portanto, quantificar a participação relativa de cada uma dessas teorias no comportamento da moeda.

Nossa abordagem para fazer essa quantificação parece ter duas diferenças centrais em relação ao que é feito por outros analistas. Em primeiro lugar, acreditamos sim no conceito de “não linearidade”, ou seja, a resposta da taxa de câmbio aos seus principais determinantes não é constante. No entanto, essa variação não estaria associada ao nível de uma determinada variável explicativa (como na terceira teoria descrita anteriormente), mas sim ao tempo – dependendo de quando fizermos a avaliação da taxa de câmbio, certos fundamentos serão mais importantes do que outros e alguns, inclusive, podem ser irrelevantes por longos

Um exercício sobre o Dólar!

03/05/2018 | Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

períodos.

Em segundo lugar, entendemos que nem tudo captado no prêmio de risco brasileiro deve ser interpretado como idiossincrático (ou seja, estritamente relativo à nossa economia). Por exemplo, um recuo nos preços de commodities deve levar a um aumento da percepção de risco em todos os países que as exportam. Da mesma forma, um aumento da aversão global ao risco deveria levar a maiores pressões nos prêmios de risco de todos os países. Em ambos os casos, deveríamos observar um aumento do risco-Brasil sem nenhum evento “Brasil-específico”.

Baseados nisso, criamos dois modelos interligados que buscam separar quais são os determinantes externos e internos dos movimentos da taxa de câmbio. Ambos são estimados com dados diários em janelas móveis (entre 6 e 12 meses), ou seja, tratam explicitamente da “não linearidade no tempo”. Modelamos o comportamento do Real em função da posição da moeda americana no mundo (medida pelo DXY¹), dos preços de commodities (aproximados pelo CRB²), dos juros longos da economia americana (Treasury de 10 anos), do prêmio de risco brasileiro (CDS³ de 10 anos), do diferencial de juros de curto prazo em relação à economia americana (Swap DI de 1 ano vs. Treasury de 1 ano) e da própria defasagem da taxa de câmbio (afinal, o câmbio ontem é um bom ponto de partida para a cotação de hoje).

Em paralelo, modelamos o comportamento do prêmio de risco brasileiro em função do DXY, do CRB, da Treasury de 10 anos, de uma métrica de risco global (medida pelo spread high yield⁴) e da própria defasagem do prêmio de risco. Tudo que não for explicado por essas componentes, iminentemente internacionais e exógenas à economia brasileira (ou seja, nada que ocorre no Brasil as afeta) será interpretado como a componente idiossincrática do risco-Brasil – onde poderia estar, por exemplo, a questão eleitoral. Da combinação entre os dois modelos conseguimos extrair o quanto da variação da taxa de câmbio pode ser atribuída, em um dado período, a fatores externos (o DXY, o CRB, a Treasury de 10 anos, a Treasury de 1 ano e a componente internacional do risco-Brasil) e a fatores internos (o Swap DI de 1 ano e a parcela residual do risco-Brasil).

Para estressar o argumento, nosso exercício será feito com amostra entre o dia 26 de janeiro (o ponto mínimo do Real em 2018) e o dia 30 de abril. Enquanto nossa moeda subiu pratica-

¹ O DXY é a cotação do dólar americano em função de uma cesta de moedas de países do G7, na qual estão incluídos, com peso decrescente, Euro, Yen, Libra Esterlina, Dólar Canadense, Coroa Sueca e Franco Suíço.

² Índice de commodities que engloba 19 cotações de commodities agrícolas, metálicas e energéticas.

³ A pessoa que compra o CDS paga um prêmio por ano para, caso ocorra evento de default de um papel de dívida soberana, receber do emissor do CDS o valor de face da dívida soberana. Por exemplo, se o CDS de uma dívida é de 100 pontos (ou 0,01%) significa que para segurar 1 milhão de dólares é necessário pagar 10 mil dólares por ano. Assim, o CDS precifica a percepção do mercado de risco de default de um ativo de dívida.

⁴ Bank of America Merrill Lynch US High Yield Spread mede a diferença de rentabilidade entre uma cesta ponderada de títulos mais arriscados e o vértice equivalente da curva de juros americana

Um exercício sobre o Dólar!

03/05/2018 | Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

-mente 35 centavos (uma depreciação de 11,4%), observamos avanço de 35bps (pontos-base) no risco-país, fortalecimento de 3,1% do dólar americano frente às principais moedas globais, mínima oscilação dos preços de commodities, elevação de 30bps nos juros longos americanos, forte recuo do diferencial de juros (92bps, dividido igualmente entre Brasil e EUA) e aumento da aversão internacional ao risco em 23bps – à exceção dos preços de commodities, tudo conspirando para um Real mais fraco.

COTAÇÕES RELEVANTES PARA O EXERCÍCIO

	26-jan	30-abr
R\$/US\$	3.15	3.51
CDS (bps)	238.0	272.5
DXY	89.1	91.8
CRB	200.5	202.0
TB_10	2.66%	2.95%
DIF_1Y	4.69%	3.76%
<i>Juro BR</i>	6.86%	6.41%
<i>Juro US</i>	2.08%	2.55%
HY	3.23%	3.46%

Os resultados das nossas simulações indicam que aproximadamente 9,0 pontos percentuais dessa depreciação podem ser atribuídos a fatores externos, ou seja, 80% da depreciação do Real entre o mínimo do ano e o final de abril teria vindo de fatores de fora da nossa influência. Os restantes 20% viriam da combinação entre parcela doméstica do diferencial de juros (refletindo a queda da Selic) e quaisquer outros fatores não captados pelo modelo (como, por exemplo, as questões eleitorais).

DECOMPONDO A ALTERAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

	Cont (pp)	Part (%)
Fatores externos	9.02	79.2
Fatores domésticos	2.37	20.8
Total	11.39	100.0

Ainda que interessante, tal resultado não responde uma pergunta fundamental: A dinâmica eleitoral já entrou nos preços? Para isso, criamos uma decomposição alternativa que separa o diferencial de juros das componentes externa e doméstica. A lógica é simples: o diferencial de juros é indicador observado que reflete a gestão relativa da política monetária entre Brasil e EUA, e, portanto, pode ser tratado individualmente.

Um exercício sobre o Dólar!

03/05/2018 | Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

DECOMPONDO A ALTERAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO – EXERCÍCIO ALTERNATIVO

	Cont (pp)	Part (%)
Fatores externos	6.60	57.9
Fatores domésticos	0.09	0.8
Diferencial de juros	4.70	41.3
Total	11.39	100.0

Sob esta especificação, a história fica muito mais interessante. Os fatores externos continuam mantendo proeminência, sobrevivendo à retirada de parte da componente externa original (os juros curtos americanos) – o que reforça que o grosso da depreciação observada “veio de fora”. Já nos fatores externos, a conclusão é dramaticamente diferente: se retiramos a componente do juro doméstico da conta, praticamente não vemos nenhuma contribuição dos fatores restantes – que, lembrando, são um resíduo não observado em nosso modelo.

Em suma, o que os resultados do modelo trazem são evidências bem conclusivas de que o principal impacto na alta recente do dólar veio do cenário externo. A expectativa do aumento da treasury (juros americanos) no curto prazo é o principal fator. De qualquer forma, a queda de juros local (diferencial de juros entre os dois países) pode ter majorado o impacto na moeda brasileira, frente aos seus pares, mas os demais fatores da dinâmica doméstica, especialmente as eleições, ainda não estão exatamente no jogo. Os próximos meses prometem...

Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

Ainda que seja um primeiro passo, não respondemos exatamente à pergunta inicial: a dinâmica eleitoral já entrou nos preços? Para isso, criamos uma decomposição alternativa que separa o diferencial de juros das componentes externa e doméstica; por ser um indicador observado que reflete a gestão relativa da política monetária entre Brasil e EUA, o diferencial pode ser tratado explicitamente.

Um exercício sobre o Dólar!

03/05/2018 | Lívio Ribeiro - Economista Consultor da TAG Investimentos

DISCLAIMER

- Esta apresentação foi elaborada pela TAG Investimentos Ltda. (TAG) e não pode ser reproduzida ou redistribuída para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da TAG. Informações adicionais sobre a apresentação e as oportunidades de investimento se encontram disponíveis quando solicitadas.
- Esta apresentação tem como único propósito fornecer informações e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.
- Este material é de uso da TAG e não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.
- Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a TAG não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.
- Acreditamos que as informações contidas neste material sejam confiáveis, mas não garantimos que sejam exatas ou completas. As opiniões, estimativas, estratégias e visões de investimento expressas neste documento constituem o juízo de nossos estrategistas de investimento dedicados aos clientes, com base nas atuais condições de mercado, podendo ser alteradas sem aviso prévio.
- As estratégias e visões de investimento contidas neste material poderão divergir daquelas expressas para outros fins ou em outros contextos por outros estrategistas de mercado. Os pontos de vista e estratégias descritos aqui podem não ser apropriados para todos os investidores.
- Os responsáveis pela elaboração deste relatório certificam, por meio desta, que as opiniões expressas neste relatório refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais a respeito de todos os emitentes ou valores mobiliários analisados, e foram produzidas de forma independente e autônoma. Os responsáveis pela elaboração deste relatório não estão registrados e/ou não são qualificados como analistas de pesquisas junto à NYSE ou à FINRA; portanto, não estão sujeitos às restrições da Norma 2711 sobre comunicações com uma empresa-objeto de análise, aparições públicas e transações com valores mobiliários mantidos em uma conta de analista de pesquisas. A TAG Investimentos não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões.
- Os investidores que desejem adquirir ou negociar os títulos mobiliários mencionados neste relatório devem obter documentos pertinentes relativos aos instrumentos financeiros e às bolsas e confirmar seu conteúdo. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.
- As cotas dos Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e Fundos de Investimento constituídos sob a forma de condomínios fechados somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, admitindo-se a amortização de cotas, sempre em conformidade com o que dispuser o regulamento ou a assembleia geral de cotistas. Estes fundos podem concentrar a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro por seus cotistas que podem superar o capital aplicado.
- Fundo(s) de investimento citado(s) como opções de investimentos pode(m) utilizar ou aplicar em fundos que utilizem estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.
- Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC) eventualmente citados nas apresentações estão autorizados a realizar aplicações em cotas de fundos de investimento que aplicam seus recursos em ativos financeiros no exterior, na forma e nos limites estabelecidos na regulamentação vigente. Nos fundos de investimento, a rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes aos fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Valor da cota, patrimônio e rentabilidade são divulgados diariamente em jornal de grande circulação.
- Os investimentos discutidos podem flutuar em termos de preço ou valor. Para avaliação de performance do fundo de investimento é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.
- Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.
- Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento antes de investir.
- O material é distribuído com a ressalva de que não oferece assessoria contábil, jurídica ou tributária. Consulte um assessor jurídico ou tributário de sua confiança.
- As rentabilidades informadas são brutas de impostos.
- Para dúvidas ou reclamações e sugestões, entre em contato com a TAG Investimentos, pelo telefone + 55 11 3474-0000 ou pelo e-mail ouvidoria@taginvest.com.br.